



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ**

**ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**“ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ  
ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ”**

**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΚΑΛΥΒΙΑΝΑΚΗ ΜΑΡΙΑ, Α.Μ.: 7976**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΑΡΒΑΝΙΤΗΣ ΣΤΑΥΡΟΣ**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ**

**ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2013**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<i>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</i> .....	3
<i>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</i> .....	5
<i>ABSTRACT</i> .....	6
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ</i> .....	7
<i>1.1 Σημασία εταιρικής διακυβέρνησης</i> .....	7
<i>1.2 Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης</i> .....	8
<i>1.3 Θεμελιώδεις ορισμοί εταιρικής διακυβέρνησης</i> .....	9
<i>1.4 Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης</i> .....	13
<i>1.5 Μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης</i> .....	14
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ</i> .....	18
<i>2.1 Εξέλιξη εταιρικής διακυβέρνησης</i> .....	18
<i>2.2 Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα</i> .....	19
<i>2.3 Η εταιρική διακυβέρνηση με βάση την Ελληνική νομοθεσία</i> .....	22
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ</i> .....	26
<i>3.1 Ορισμός – Έννοια ιδιοκτησιακής δομής</i> .....	26
<i>3.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση ιδιοκτησιακής δομής</i> .....	27
<i>3.3 Ιδιοκτησιακή δομή στην Ελλάδα</i> .....	29
<i>3.4 Ιδιοκτησιακή δομή των εισηγμένων επιχειρήσεων</i> .....	31
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ &amp; ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</i> .....	32
<i>4.1 Εισαγωγή</i> .....	32
<i>4.2 Εμπειρικές μελέτες</i> .....	33
<i>4.3 Σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και κερδοφορίας</i> .....	34
<i>Συμπεράσματα</i> .....	37
<i>Παράρτημα Α</i> .....	38
<i>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</i> .....	42

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τις τελευταίες δεκαετίες, η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance), αποτέλεσε παγκόσμιο ζήτημα της ακαδημαϊκής και νομοθετικής ενασχόλησης. Ερευνητές, ακαδημαϊκοί ή μη, επενδυτές, επιχειρήσεις και κράτη, έδωσαν μεγάλη διάσταση στον όρο εταιρική διακυβέρνηση. Οι επιχειρήσεις, ακολουθώντας την εφαρμογή ορθών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, έχουν σαν στόχο τα μακροπρόθεσμα οικονομικά οφέλη αλλά και την προστασία των ενδιαφερόντων των μετόχων όσο και των άλλων ενδιαφερομένων αλλά και της κοινωνίας γενικότερα. Ο όρος εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στο πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών (management), και του διοικητικού συμβουλίου. Η ρύθμιση των δικαιωμάτων αλλά και των υποχρεώσεων των τριών αυτών πλευρών αποτελεί αντικείμενο συστηματικού προβληματισμού σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες.

Αρκετά μεγάλη σημασία αποτελεί η πλήρης διαφάνεια των συναλλαγών που πραγματοποιούνται μέσα και έξω από μια επιχείρηση. Η μέγιστη δυνατή και συμμετρική πληροφόρηση όλων των ενδιαφερόμενων μερών όσων αφορά τη δράση και τη λειτουργία της επιχείρησης, καθώς και ο έλεγχος και η παρακολούθηση των συναλλαγών που πραγματοποιεί και των προσώπων που δρουν για λογαριασμό της, κατέστησαν αναγκαία την ύπαρξη αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και εσωτερικού ελέγχου. Πιο συγκεκριμένα, η πορεία της επιχείρησης μπορεί να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από την διάρθρωση της εταιρικής δομής, με αποτέλεσμα η αποδοτικότητα και η κερδοφορία της να επηρεάζεται άμεσα από την ιδιοκτησιακή δομή της.

Υπάρχουν 3 είδη επιχειρήσεων ανάλογα με το ιδιοκτησιακό επιχειρηματικό κεφάλαιο τους, οι ιδιωτικές, οι δημόσιες και οι μικτές. Και στα 3 είδη ιδιοκτησιακής δομής εμφανίζονται πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα μέσα στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η σχέση ιδιοκτησιακής δομής και εταιρικής διακυβέρνησης είναι άμεση γιατί στην ουσία, η εταιρική διακυβέρνηση είναι μια σειρά ελέγχων με στόχο την κερδοφόρα απόδοση των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι σε μια επιχείρηση.

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι ο προσδιορισμός της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης, η σημασία σύμφωνα με τις αρχές που την διέπουν, η αποδοτική εφαρμογή συστημάτων της, η έννοια της ιδιοκτησιακής δομής, όπως και η σχέση τους με την κερδοφορία της επιχείρησης.

Στο *Πρώτο* κεφάλαιο, θα αναλυθεί η σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης, πλήθος ορισμών που αναφέρονται σε αυτήν, τα συστήματα και τα μοντέλα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο *Δεύτερο* κεφάλαιο, θα γίνει αναφορά της ιστορικής εξέλιξης της εταιρικής διακυβέρνησης ανα τον κόσμο αλλά και στην Ελλάδα (αναφορά στον νόμο Ν.3016/2002).

Στο *Τρίτο* κεφάλαιο, θα εξεταστεί η έννοια της ιδιοκτησιακής δομής, η σχετική βιβλιογραφική ανασκόπηση και οι αναφορές της στην Ελλάδα.

Τέλος, στο *Τέταρτο* κεφάλαιο, θα γίνει ανάλυση της σχέσης Εταιρικής Διακυβέρνησης και Κερδοφορίας όπως και οι εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία γίνεται η προσπάθεια να αναλυθεί ο όρος ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure), και η σχέση του με την κερδοφορία μιας επιχείρησης. Η ιδιοκτησιακή δομή καθορίζεται από την κατανομή των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τους ψήφους και το κεφάλαιο αλλά και από την ταυτότητα των ιδιοκτητών των μετοχών. Οι δομές αυτές είναι μείζονος σημασίας για την εταιρική διακυβέρνηση, επειδή καθορίζουν τα κίνητρα των στελεχών και την οικονομική απόδοση των εταιρειών που διαχειρίζονται. Τα τελευταία 20 χρόνια, η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance), έχει αποτελέσει κίνητρο για την εφαρμογή της, εξ' αιτίας των οικονομικών σκανδάλων και των διαστρεβλώσεων των λογιστικών απεικονίσεων. Στόχος της είναι, η προστασία των μετόχων, των πιστωτών και των επενδυτών όπως και την διασφάλιση της κερδοφόρας λειτουργίας της κάθε επιχείρησης. Τέλος, στην Ελλάδα η εφαρμογή των μηχανισμών ελέγχου εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκεται σε αρχικό στάδιο σε σχέση με τις άλλες χώρες όπως για παράδειγμα στην Ευρώπη όπου τα τελευταία πέντε χρόνια δημοσιοποιήθηκαν εικοσιπέντε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης με σκοπό την εφαρμογή τους από ολόένα και πιο πολλές χώρες.

ABSTRACT

In the present work we attempt to analyze the term ownership structure, and its relation to the profitability of a company. The ownership structure is determined by the distribution of equity in relation to the votes and capital but also by the identity of the owners of the shares. These structures are of major importance for corporate governance because they determine the incentives of executives and financial performance of the companies they manage. In the last 20 years , corporate governance, has an incentive to implement, because of financial scandals and distortion of accounting imaging. Its aim is the protection of shareholders , creditors and investors as ensuring profitable operation of each business. At the end, in Greece to implement control mechanisms in corporate governance is at an early stage compared with other countries such as the Europe, where the last five years released twenty-five corporate governance codes to implement their increasingly many countries.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

### *1.1 Σημασία εταιρικής διακυβέρνησης*

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance), αποτελεί θέμα πολλών συζητήσεων τόσο στους ακαδημαϊκούς κύκλους, όσο και μεταξύ υψηλόβαθμων στελεχών διαφόρων επιχειρήσεων διεθνώς. Σκάνδαλα όπως της Enron, της WorldCom, της Adelphia, αποκάλυψαν λάθη στα συστήματα διαχείρισης και ελέγχου των επιχειρήσεων. Το φαινόμενο της διαφάνειας από τα στελέχη των επιχειρήσεων, η έλλειψη εμπιστοσύνης από τους μέτοχους, η αντιπροσώπευση των μετοχών, ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου, είναι κάποια σπουδαία προβλήματα που δημιούργησαν το κίνητρο να βρεθούν νέες λύσεις και να αλλάξει ριζικά ο τρόπος διοίκησης των επιχειρήσεων (Δημήτριος Ν. Κουφόπουλος, 2011). Η εταιρική διακυβέρνηση λειτουργεί ως μέσο αποτελεσματικής διεύθυνσης, διοίκησης και ελέγχου μιας επιχείρησης επηρεάζοντας τους παράγοντες που δρουν στο εσωτερικό και στο εξωτερικό της περιβάλλον. Το κατά πόσο ανταγωνιστική θέση δημιουργεί μια επιχείρηση έχει άμεση σχέση με το εσωτερικό της. Έτσι, οι διάφορες μορφές εταιρικής διακυβέρνησης που αναπτύσσονται σε μια εταιρία προσδιορίζουν σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των οικονομικών αποδόσεων και προοπτικών τους.(Ξανθάκης,Τσιπούρης, Σπανός, 2003). Επίσης, η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τις πρακτικές και τις μεθόδους με τις οποίες οι χρηματοδότες των εταιρειών, διαθέτουν και παρέχουν στις εταιρείες τα ανάλογα κεφάλαια και με το πως εξασφαλίζουν στους εαυτούς τους το αντίτιμο για την επένδυσή τους (Καπετανικόλα Δέσποινα Χρυσοβαλάντου, 2009). Έτσι είναι ευλογοφανές ότι με την σωστή εφαρμογή μεθόδων εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργούνται ικανές συνθήκες προστασίας των επενδυτών διαμέσου των διαχειριστών που εφαρμόζουν τους ανάλογους μηχανισμούς ελέγχου. Ως εκ τούτου, η αυξημένη διαφάνεια που πρεσβεύει η εταιρική διακυβέρνηση συμβάλει στην αποτελεσματικότερη διαφάνεια τόσο των ιδιωτικών εταιριών όσο και των δημόσιων οργανισμών (ΣΕΒ, 2011).

## 1.2 Ορισμός Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η εταιρική διακυβέρνηση έγκειται στο μεταξύ διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διοίκησης που αποτελούν την ιδιοκτησιακή βάση των επιχειρήσεων. Έτσι η εφαρμογή της, είναι μείστης σημασίας αφού αποτελεί ένα πλαίσιο προστασίας και οριοθέτησης των σχέσεων για την αποτροπή καταχρηστικών συμπεριφορών που απορρέουν από τα συγκριτικά πλεονεκτήματα μεταξύ τριών δομικών βάσεων (μετόχων, διευθυντικών στελεχών, διοικητικό συμβούλιο) ζωτικής σημασίας για την επιχείρηση (Δημήτριος Ν. Κουφόπουλος, 2011).

Εξετάζοντας την ιδιοκτησιακή βάση μιας επιχείρησης, καθίσταται επιτακτική ανάγκη η εφαρμογή ενός πλαισίου προστασίας του συνόλου των μετόχων δίνοντας έμφαση σε αυτούς που κατέχουν μειοψηφικά ποσοστά. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης είναι απαιτητός προκειμένου να προληφθούν καταχρηστικές συμπεριφορές της διοίκησης. Με απλά λόγια ο όρος εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στο πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών (management), και του διοικητικού συμβουλίου.

Για να κατανοήσουμε τη φιλοσοφία και τις αντιλήψεις σχετικά με την «εξουσία» μιας εταιρίας πρέπει να κατανοήσουμε την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης. Η εταιρική διακυβέρνηση στηρίζεται στο να αξιολογεί σωστά τον κάθε μετέχοντα στη διοίκηση κάθε επιχείρησης, έτσι ώστε να του αναθέσει τις υποχρεώσεις του, αλλά και να θέσει όρια μεταξύ των σχέσεων τους, έχοντας ως πρωταρχικό σκοπό την πραγμάτωση του στόχου αυτής. Ο στόχος της κάθε επιχείρησης είναι διαφορετικός και προσδιορίζεται ανάλογα με τα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθεί. Με διαφορετικά λόγια προσδιορίζεται ανάλογα με τη φιλοσοφία της εκάστοτε εταιρικής διακυβέρνησης (Τσόχα Μαρία, 2009).

## 1.3 Θεμελιώδεις Ορισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους Sheleifer και Vishny.*

Οι Sheleifer και Vishny, σε άρθρο τους, υποστηρίζουν ότι στην πραγματικότητα, στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι να εξασφαλίσει στους χρηματοδότες των επιχειρήσεων ότι θα λάβουν τις αποδόσεις που επιθυμούν από την επένδυση τους.



- Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους ΟΟΣΑ και την Επιτροπή Cadbury.

Ο ΟΟΣΑ (OECD, 1999) και η Επιτροπή Cadbury ( Cadbury Report, 1992) ορίζουν ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρίες παρακολουθούνται και ελέγχονται. Το σύστημα αυτό εξειδικεύει και απλοποιεί τη διάρθρωση τόσο των δικαιωμάτων όσο και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρία, όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα η έξω από την εταιρία (stakeholders).

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τον Milton Friedman.*

Ένας άλλος ορισμός και μάλιστα που έχει δοθεί από το 1970 ήταν από τον Milton Friedman. Ο Friedman θεωρείται ένας από τους μεγαλύτερους οικονομολόγους του περασμένου αιώνα. Αυτός, λοιπόν, υποστηρίζει ότι η εταιρική διακυβέρνηση λαμβάνει χώρα σε μια επιχείρηση όταν η διοίκηση μπορεί να εκπληρώσει τις φιλοδοξίες των ιδιοκτητών και των μετόχων της, μέσα στα πλαίσια και τους κανόνες της κοινωνίας. Ο Friedman παρά το γεγονός ότι στον ορισμό που δίνει, μιλάει για ιδιοκτήτες και μετόχους, μιλάει και για δύο χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης: τον οικονομικό χαρακτήρα και τον κοινωνικό χαρακτήρα. Ο οικονομικός χαρακτήρας αφορά την αύξηση του κέρδους της επιχείρησης, ενώ ο κοινωνικός χαρακτήρας αφορά την εφαρμογή των νόμων και κανονισμών που διέπουν μια επιχείρηση.

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τον Λούκα Σπανό.*

Ένας άλλος ορισμός δίνεται από τον Λούκα Σπανό στο Τεύχος του ΟΟΣΑ το 2007, ο οποίο προσδιορίζει ότι η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα μέσω του οποίου οι εταιρίες επιβλέπονται και επικρίνονται. Η εταιρική διακυβέρνηση δεν προσδιορίζει απλά τα δικαιώματα των εσωτερικών και εξωτερικών μελών της επιχείρησης, αλλά και τις υποχρεώσεις τους. Τα εσωτερικά και εξωτερικά μέλη της επιχείρησης αλληλοεπηρεάζονται και αλληλοσυγκρούονται ανάλογα με τους στόχους τους. Ο Σπανός υποστηρίζει ότι βαθύτερος σκοπός της εταιρικής διακυβέρνησης είναι να επιλέξει τα πιο ικανά διοικητικά

στελέχη έτσι ώστε με τις πράξεις και τις αποφάσεις τους να αυξήσουν γρήγορα και σωστά τα κέρδη και την αποτελεσματικότητα αυτής, έτσι ώστε να πάρουν οι μέτοχοι πίσω τις αποδόσεις τους.

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τον Stijn Claessens.*

Ο Stijn Claessens, σε άρθρο τους το 2006, θα μπορούσαμε να πούμε ότι δίνει δύο ορισμούς. Ο πρώτος αφορά τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας όρους όπως: η απόδοση, η ανάπτυξη, η αποδοτικότητα, οι οικονομικές δομές και η διαχείριση των επενδυτών και άλλων ενδιαφερομένων μερών. Ο άλλος ορισμός συμπεριλαμβάνει θέματα νομοθεσίας για να δείξει κάτω από ποιους νόμους λειτουργεί μια επιχείρηση. Ο λόγος που προσδιόρισε δύο διαφορετικούς ορισμούς είναι για να γίνονται ευκολότερα συγκρίσεις μεταξύ χωρών ή / και αγορών.

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τον Μπουντουράκη.*

Ο Μπουντουράκης το 2003, περιγράφει την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα νομικό θεσμός, που συμπεριλαμβάνει και εθιμικούς κανόνες, που προσδιορίζουν τη λειτουργία των εταιριών, ιδιαιτέρως των εισηγμένων στο χρηματιστήριο. Επίσης, καθορίζει – η εταιρική διακυβέρνηση – το ποιος και πώς ελέγχει τη λειτουργία και όχι μόνο των επιχειρήσεων, καθώς και το ποιος και πώς διανέμονται τα κέρδη ή οι ζημίες που προέρχονται από την δραστηριότητα τους.

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους Foerster Stephen και Huen Brian.*

Οι Foerster Stephen, Huen Brian (2004), αναφέρουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση προσδιορίζει τη διαδικασία μέσω της οποίας οι μέτοχοι μπορούν να διασφαλίσουν ικανοποιητικές αποδόσεις των επενδύσεων τους. Επίσης, αναφέρουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, όπου οι μέτοχοι είναι οι απόλυτοι κύριοι των εταιριών και πιέζουν τους διαχειριστές (managers) να λαμβάνουν αποφάσεις με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων και όχι το δικό τους.

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους Larcker, Richardson και Tuna.*

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι μηχανισμοί που επηρεάζουν τις αποφάσεις των διαχειριστών, όταν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου. Μερικοί από αυτούς τους μηχανισμούς είναι το διοικητικό συμβούλιο, οι θεσμικοί επενδυτές και οι λειτουργίες της αγοράς για τον εταιρικό έλεγχο (Larcker, Richardson και Tuna, 2004).

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τον Κυριαζή.*

Ο Κυριαζής (2005) υποστηρίζει ότι η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί το πλαίσιο εταιρικής πρακτικής και συμπεριφοράς, με στόχο τη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης μεταξύ τεσσάρων μεγάλων ομάδων συμμετεχόντων, τους μετόχους, το διοικητικό συμβούλιο, τη διοίκηση που ασκεί το εκτελεστικό έργο και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη (μέτοχοι, πιστωτές, κυβέρνηση, προμηθευτές, πελάτες, εργαζόμενοι).

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τους Stilpon Nestor, και John Thompson.*

Ένας άλλος ορισμός που δίνεται από τους Stilpon Nestor, John Thompson (2000), είναι ότι εταιρική διακυβέρνηση είναι το αποτέλεσμα των σχέσεων μεταξύ των συμμετεχόντων σε μια επιχείρηση. Αυτό που επιδιώκεται με τη βέλτιστη εταιρική διακυβέρνηση είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους που προκύπτει από τις συγκρούσεις συμφερόντων όλων αυτών των ομάδων.

- *Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με τον Gregory Holy.*

Στον ορισμό αυτόν συμφωνεί και ο Gregory Holy (2002). Προσθέτει ή καλύτερα διευκρινίζει ότι τόσο οι σχέσεις όσο και οι κανόνες που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση επιτρέπουν στην επιχείρηση να αντλήσει κεφάλαια, να λειτουργήσει αποτελεσματικά, να επιτύχει τους επιχειρησιακούς σκοπούς της και να είναι σύννομη.

Με μια προσεχτική ματιά στους ορισμούς, παρατηρούμε ότι υπάρχουν δύο πτυχές της έννοιας της εταιρικής διακυβέρνησης. Καταρχήν αναφέρεται στις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών (διοίκηση, μέτοχοι κ.τ.λ.) και δεύτερον στις πρακτικές διοίκησης και διαχείρισης των θεμάτων που αφορούν μια εταιρία. Είναι σαφές ότι ασχολείται με ιδιαίτερα σημαντικά

ζητήματα, γεγονός που από μόνο του υποχρεώνει τους οικονομολόγους να ασχοληθούν σοβαρά και να μελετήσουν τη σημασία της (Μπουντούκος Κωνσταντίνος, 2011)

Το πρόβλημα με την εταιρική διακυβέρνηση είναι η δυσκολία προσδιορισμού εντολέα και εντολοδόχου (principal-agent-problem). Πρέπει να προσδιοριστεί ο τρόπος επιλογής των ικανότερων διαχειριστών της εταιρίας (εντολοδόχοι), αλλά και με ποιο τρόπο θα μπορούν να θεωρούνται αξιόπιστοι και ικανοί να λογοδοτούν στους ιδιοκτήτες της (εντολείς). Ο διαχωρισμός αυτός πρέπει να γίνει γιατί οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) και οι διαχειριστές (εκτελεστική διοίκηση) της εταιρίας έχουν μερικές φορές διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, όπως η εκτελεστική διοίκηση επιθυμεί να επιδιώξει την αύξηση του μεριδίου αγοράς ή των πωλήσεων, ενώ οι μέτοχοι επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης. Η εταιρική διακυβέρνηση καλείται να εξασφαλίσει την ευθυγράμμιση των συμφερόντων, των συμμετεχόντων, προκειμένου να επιτευχθεί τελικά το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κέρδους. (Berle και Means , 1932, Shleifer και Vishny, 1997, Tirole, 1999). Σε επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγάλη συγκέντρωση στο μετοχικό κεφάλαιο το πρόβλημα που προαναφέρθηκε προσδιορίζεται κυρίως μεταξύ των ισχυρών μετόχων, με υψηλά ποσοστά μετοχών, και το μετόχων μειοψηφίας. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, είναι χρήσιμο να εξετάζεται η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, η ύπαρξη επιτροπών στο διοικητικό συμβούλιο), η πείρα και οι γνώσεις των μελών, η ύπαρξη επαρκούς διαφάνειας (transparency) και αποκάλυψης πληροφοριών (disclosure) ώστε να διασφαλίζεται η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και ιδιαιτέρως των μετόχων μειοψηφίας, ο βαθμός κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης κ.α., προσδιορίζουν σε μεγάλο βαθμό το είδος και την ποιότητα των σχέσεων και διαδικασιών που αναπτύσσονται στο εσωτερικό της επιχείρησης μεταξύ των διαφόρων μερών. Επίσης, οι παραπάνω προϋποθέσεις αποτελούν κρίσιμους παράγοντες για τη σωστή διαδικασία λήψης αποφάσεων από τους επενδυτές (Ξανθάκης, Τσιπούρης, Σπανός, 2003).

#### *1.4 Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης*

Κάθε χώρα έχει υιοθετήσει διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Δεν είναι υποχρεωτικό η κάθε επιχείρηση να υιοθετεί κάποιο συγκεκριμένο και να το εφαρμόζει. Παρόλα αυτά έχουν προσδιοριστεί κάποια συστήματα. Το κάθε σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης εξειδικεύει τη διάρθρωση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ

των διαφορετικών συμμετεχόντων σε μια εταιρεία όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα ανώτατα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και οι άλλοι ενδιαφερόμενοι μέσα ή έξω από την εταιρεία. Το μεγαλύτερο πρόβλημα, όπως άλλωστε έχει προαναφερθεί, της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο διαχωρισμός εντολέα και εντολοδόχου. Δηλαδή, με ποιο τρόπο πρέπει να επιλέγονται οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας και με ποιο τρόπο θα πρέπει να μεταφέρεται η πληροφορία στους ιδιοκτήτες. Το πρόβλημα αυτό υφίσταται γιατί ιδιοκτήτες και οι διαχειριστές της εταιρείας μπορούν να έχουν διαφορετικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης καλούνται να διασφαλίσουν την κοινή πορεία των συμφερόντων έτσι ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας. Τα υφιστάμενα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης είναι:

- **Αγγλοσαξονικό ή Εξωτερικό Σύστημα:** Τα κύρια χαρακτηριστικά του αγγλοσαξονικού – εξωτερικού συστήματος είναι η ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, η μεγάλη διασπορά στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων και η ύπαρξη ενεργητικής αγοράς εταιρικού ελέγχου. Αυτά τα χαρακτηριστικά προσδιορίζουν αδυναμία των μετόχων να έχουν ενεργή συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης, καθώς και σωστή πληροφόρηση. Επίσης, υπάρχει αδυναμία της εκτελεστικής διοίκησης να επιτύχει αποτελεσματικά τα συμφέροντα των μετόχων. Σε αυτήν την περίπτωση οι μέτοχοι επιλέγουν να αποχωρήσουν από την εταιρία, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής να μειωθεί. Με τη σειρά της η εκτελεστική διοίκηση οφείλει να μεταβάλλει τις πολιτικές της με τέτοιο τρόπο ώστε να προάγουν τα συμφέροντα της επιχείρησης. Παράλληλα οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην απειλή των επιθετικών εξαγορών.
- **Εσωτερικό Σύστημα:** Αντίθετα στο εσωτερικό σύστημα οι κεφαλαιαγορές είναι συνήθως μικρές και χαμηλής ρευστότητας, υπάρχει υψηλή συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας ή των δικαιωμάτων ψήφου στα «χέρια» λίγων μετόχων, ενώ το πρόβλημα «εντολέα-εντολοδόχου» στην ουσία είναι μια συνεχή σύγκρουση μεταξύ των ισχυρών μετόχων και αυτών που κατέχουν λίγες μετοχές. Αυτό συμβαίνει γιατί οι ισχυροί μέτοχοι αναπτύσσουν συνήθως και άλλες σχέσεις με την εταιρεία έχοντας τη δυνατότητα να επικοινωνούν άμεσα μεταξύ τους και να συναποφασίζουν για τον τρόπο παρακολούθησης και ελέγχου της εκτελεστικής διοίκησης. Η ύπαρξη μακροχρόνιων και συναινετικών σχέσεων στο εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ενθαρρύνει την ανάπτυξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης, αφοσίωσης και δέσμευσης μεταξύ της εκτελεστικής διοίκησης και των διαφόρων εταιριών (Maher and Andersson, 1999)

### 1.5 Μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης

Έχουν διαμορφωθεί πέντε διαφορετικά μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης. Κάθε οργανισμός μπορεί να υιοθετήσει ένα από αυτά τα πέντε μοντέλα ανάλογα με τους ρόλους και τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και ανάλογα με το τι είδους σχέσεις υπάρχουν μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των υπόλοιπων εργαζομένων. Τα μοντέλα αυτά είναι: το Μοντέλο Γνωμοδοτικού Συμβουλίου (Advisory Board model), το Πατρωνιστικό Μοντέλο (Patron Model), το Συνεργατικό Μοντέλο (Co-Operative Model), το Μοντέλο Ομάδας Διαχείρισης (Management Team Model) και το Μοντέλο Πολιτικής Συμβουλίου (Policy Board Model). Αναλυτικότερα τα μοντέλα προσδιορίζονται ως ακολούθως:

- **Μοντέλο Γνωμοδοτικού Συμβουλίου (Advisory Board model):** Ο ρόλος τους διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με αυτό το μοντέλο είναι υποστηρικτικός. Στηρίζονται σε αυτό οι εταιρίες που ιδρυτής και διευθύνων σύμβουλος είναι το ίδιο πρόσωπο. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι βοηθητικά στελέχη του διευθύνοντα συμβούλου. Οφείλουν να είναι αξιόπιστοι σύμβουλοι, να έχουν επαγγελματικά προσόντα, δηλαδή να έχει τις γνώσεις που απαιτούνται για εκτελούν τα καθήκοντα τους αφιλοκερδώς. Παράλληλα θα πρέπει να αισθάνονται ενεργά και ικανά στελέχη της επιχείρησης και ότι αποτελούν πολύτιμη συμβολή στην επιχείρηση. Το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να συνεδριάζει και άτυπα καμιά φορά όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο προκειμένου να διατυπώσει με σαφήνεια τους στόχους του προγράμματος του διευθύνοντα συμβούλου ή / και της επιχείρησης γενικότερα. Σχεδόν πάντα στην αρχή είναι εύκολο αυτό το μοντέλο να λειτουργήσει σε πολλές επιχειρήσεις και αυτό γιατί το διοικητικό συμβούλιο αρχικά έχει τη διάθεση τη γνώση να προσφέρει. Στην πορεία όμως ο φόρτος εργασίας αλλά και η διάθεση καμιά φορά καθιστούν το διοικητικό συμβούλιο ανίκανο να παρέχει τις απαραίτητες αναφορές. Άλλωστε το διοικητικό συμβούλιο είναι υπεύθυνο μόνο για ορισμένες πράξεις των εργαζομένων της επιχείρησης. Οφείλει να αναθέτει στο υπόλοιπο προσωπικό αρμοδιότητες ώστε να καθορίζονται οι ρόλοι και οι ιεραρχίες.
- **Πατρωνιστικό Μοντέλο (Patron Model):** Με βάση αυτό το μοντέλο, το διοικητικό συμβούλιο έχει μικρότερο ρόλο από ότι στο προηγούμενο μοντέλο. Στόχος του συμβουλίου είναι να αντλεί πόρους αφού αποτελείται κυρίως από εύπορα μέλη που έχουν ως στόχο το χρήμα. Τα διοικητικά συμβούλια του πατρωνιστικού μοντέλου πραγματοποιούν συσκέψεις σε αραιά χρονικά διαστήματα, αφού οι αρμοδιότητες τους μπορούν να εκτελεστούν και εκτός συνεδριάσεων. Κατά βάση οι αρμοδιότητες τους είναι η έκδοση

επιταγών δικών τους ή να παροτρύνουν άλλους να εκδώσουν επιταγές προς όφελος της επιχείρησης. υπάρχουν εταιρίες που βασίζονται σε αυτό το μοντέλο και διατηρούν δύο διοικητικά συμβούλια. Ένα που έχει το ρόλο που προαναφέραμε και ένα που πραγματικά διοικεί την επιχείρηση. Το μοντέλο αυτό θεωρείται χρήσιμο για επιχειρήσεις που έχουν συσταθεί πρόσφατα και επιθυμούν την συλλογή κεφαλαίων που θα τις βοηθήσουν να καθιερώσουν την αξιοπιστία τους. Αντιθέτως, δεν μπορεί να υιοθετηθεί αυτό το μοντέλο από επιχειρήσεις που έχουν ως στόχο την ανάπτυξη της επιχείρησης, την οργάνωση αυτής ή τον έλεγχο της. Για αυτούς τους στόχους πρέπει να χρησιμοποιηθούν καθήκοντα διακυβέρνησης, όπως προβλέπονται από άλλο μοντέλο διακυβέρνησης.

- **Συνεργατικό Μοντέλο (Co-Operative Model):** υπάρχουν μερικές επιχειρήσεις οι οποίες δεν επιθυμούν να υπάρχει ιδιαίτερη ιεραρχία μεταξύ των μελών τους. Προτιμούν οι αποφάσεις να λαμβάνονται συλλογικά. Στην ουσία δεν υπάρχει διευθύνων σύμβουλος (εάν δεν απαιτείται από το νόμο), αλλά τις ευθύνες για τις πράξεις ή / και παραλείψεις της επιχείρησης τις μοιράζονται όλα τα στελέχη. Για τη λήψη μιας απόφασης απαιτείται συναίνεση και δεν μπορεί ένα στέλεχος να εφαρμόσει κάποια εξουσία σε ένα άλλο. Το υπάρχον διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί και οργανώνει την επιχείρηση και τα μέλη της σε ένα ενιαίο διαχειριστικό σώμα που αποτελείται από μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μέλη του προσωπικού, εθελοντές, και μερικές φορές και πελάτες. Από πολλούς θεωρείται ότι είναι ο πιο δημοκρατικός τρόπος διαχείρισης μιας επιχείρησης, αλλά παράλληλα και το πιο δύσκολο προς εφαρμογή μοντέλο, γιατί πρέπει όλα τα στελέχη να έχουν κοινή αίσθηση του σκοπού, ένα υψηλό επίπεδο δέσμευσης, την προθυμία να αναλάβει κάποιος την προσωπική ευθύνη για την εργασία των άλλων, και την ικανότητα για συμβιβασμό. Φυσικά, όταν το μοντέλο και συνεπώς η επιχείρηση λειτουργεί με επιτυχία, τότε αυτή επωφελείται διπλά από την άμεση συμμετοχή των εργαζομένων πρώτης γραμμής στη λήψη αποφάσεων και από την συνεργία που δημιουργείται από την αλληλεπίδραση του διοικητικού συμβουλίου με το προσωπικό. Παρόλα αυτά το μοντέλο έχει δύο μειονεκτήματα: το πάθος που μπορεί να φέρουν τα στελέχη της επιχείρησης μερικές φορές μπορεί να αποβεί ζημιογόνο για αυτήν και εμφανίζονται δυσκολίες για τη δημιουργία επαρκών, έγκαιρων και αποτελεσματικών αναφορών.

- **Μοντέλο Ομάδας Διαχείρισης (Management Team Model):** Το μοντέλο αυτό ακολουθείται από τα διοικητικά συμβούλια των περισσότερων επιχειρήσεων. Εξετάζοντας μεγάλες επιχειρήσεις, παρατηρείται ότι η δομή των διοικητικών συμβουλίων τους συνήθως αντανακλά και τη διάρθρωση της διοικητικής οργάνωσης. Σε τέτοιες

επιχειρήσεις το διοικητικό συμβούλιο συστήνει επιτροπές που είναι αρμόδιες για το ανθρώπινο δυναμικό, τη συγκέντρωση κεφαλαίων, τη χρηματοδότηση, το σχεδιασμό, καθώς και τα προγράμματα. Το διοικητικό συμβούλιο σε τέτοιες επιχειρήσεις έχει και το ρόλο των στελεχών όπου οργανώνουν και παραδίδουν προγράμματα και υπηρεσίες. Μεμονωμένα ή σε επιτροπές, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αναλαμβάνουν τη διακυβέρνηση, τη διαχείριση και τα επιχειρησιακά καθήκοντα, συμπεριλαμβανομένου του στρατηγικού σχεδιασμού, την τήρηση βιβλίων, την εύρεση κεφαλαίων, τον επιχειρηματικό σχεδιασμό και την υλοποίησή του. Οι επιχειρήσεις που υιοθετούν το μοντέλο αυτό έχουν σύγχρονες ιδέες όσον αφορά το μάνατζμεντ. Επίσης, υιοθετείται και από επιχειρήσεις που έχουν έντονη την ιδέα του εθελοντισμού. Πιο συγκεκριμένα, ταιριάζει πολύ με την εμπειρία πολλών ατόμων που εργάστηκαν ως εθελοντές σε ομάδες όπως υπηρεσίες συλλόγων, σχολικές ομάδες, προσκόπους, καθώς και ομάδες με χόμπι. Θεωρείται ένα από τα πιο ιδανικά μοντέλα διακυβέρνησης. Διοικητικά Συμβούλια που λειτουργούν με αυτό το μοντέλο χαρακτηρίζονται από έναν υψηλό βαθμό συμμετοχής στις επιχειρησιακές και διοικητικές δραστηριότητες του οργανισμού. Σε οργανισμούς με καλά οργανωμένο μάνατζμεντ έχουν συνήθως τη μορφή της εποπτείας του διευθύνοντα συμβούλου και του προσωπικού σε όλα τα επίπεδα του οργανισμού. Όπως προαναφέρθηκε από το διοικητικό συμβούλιο συστήνονται διάφορες επιτροπές. Οπότε η λήψη αποφάσεων γίνεται με τη βοήθεια πολλών λεπτομερειών ανάλογα με τα προγράμματα και τις διοικητικές πρακτικές. Για το λόγο αυτό όταν εφαρμόζεται αυτό το μοντέλο από μία επιχείρηση πρέπει η επιλογή του προσωπικού να γίνεται με βάση δύο κριτήρια. Με βάση τις γνώσεις και την εμπειρία ανάλογα με το που θα εργαστεί το κάθε άτομο. Με βάση τα παραπάνω έχει κριθεί ως ένα μοντέλο που λειτουργεί αποτελεσματικά όταν υιοθετείται από μια επιχείρηση με κοινωφελή σκοπό, ενώ όταν υιοθετείται από μια επιχείρηση με διαφοροποιημένο μάνατζμεντ δεν είναι και τόσο κατάλληλο. Το σημαντικότερο μειονέκτημα αυτού του μοντέλου είναι ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αρνούνται να εκχωρήσουν εξουσία, πιστεύοντας ότι ο ρόλος τους, τους επιβάλλει να κάνουν όλες τις επιχειρησιακές αποφάσεις, αφήνοντας μόνο το προσωπικό να τις εφαρμόσει. Δηλαδή οι επιτροπές συστήνονται για να εκτελούν εντολές. Αποτέλεσμα αυτή της πρακτικής είναι η έλλειψη συνέπειας στις αποφάσεις, δυσαρέσκεια στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και έλλειψη προσοχής σε θέματα σχεδιασμού και αναφορών.

- **Policy Board Model:** Σύμφωνα με όσα έχουν προαναφερθεί στις περισσότερες επιχειρήσεις κρίνεται αναγκαίο να υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου και του διαχειριστή. Όταν τα πρόσωπα αυτά ταυτίζονται οι επιχειρήσεις



αποτυγχάνουν. Υπάρχει λοιπόν το ερώτημα πως ενώ, αυτά τα άτομα είναι κατάλληλα ως διαχειριστές, στο ρόλο του διοικητικού συμβουλίου είναι εντελώς αναποτελεσματικά. Το ερώτημα αυτό οδήγησε πολλούς μελετητές της εταιρικής διακυβέρνησης να εξετάσουν ξανά και ξανά τη σχέση των δύο ρόλων, του μέλους του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντα συμβούλου. Σκοπός των μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι να δημιουργήσει τις κατευθυντήριες αρχές και πολιτικές προκειμένου να οργανώσει και να μεταβιβάσει την ευθύνη και την εξουσία σε τρίτους, που θεωρούνται υπεύθυνοι για την εφαρμογή των αρχών και πολιτικών της εκάστοτε επιχείρησης. Επίσης, το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να ελέγχει ότι εφαρμόζονται αυτές οι αρχές και οι πολιτικές, να διασφαλίσει ότι το προσωπικό είναι υπόχρεο να λογοδοτεί για τις επιδόσεις του. Τα διοικητικά συμβούλια που εφαρμόζουν αυτό το μοντέλο διαθέτουν υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης στο πρόσωπο του διευθύνοντα συμβούλου. Οι επιτροπές που συστήνονται στην επιχείρηση που εφαρμόζει το μοντέλο αυτό είναι λίγες, οπότε το διοικητικό συμβούλιο έχει περισσότερες συνεδριάσεις να πραγματοποιήσει. Γίνεται μεγάλη προσπάθεια ως προς τη σύσταση του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να διασφαλιστεί ότι τα μέλη του διαθέτουν τα προσόντα για την αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης. Τα άτομα έχουν προσληφθεί, γιατί απέδειξαν τη δέσμευσή τους στις αξίες και την αποστολή της οργάνωσης (Garber N., 1997).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

### *2.1 Εξέλιξη εταιρικής διακυβέρνησης*

Εξετάζοντας ιστορικά γεγονότα των τελευταίων τριών αιώνων στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές, μπορούμε να καταγράψουμε πολλές κερδοσκοπικές πράξεις, σκάνδαλα και χρεοκοπίες που πραγματοποιήθηκαν. Τα πιο έντονα και πολύ συζητημένα περιστατικά είναι η φούσκα της εταιρίας South Sea το 1720 στη Βρετανία, ο οικονομικός πανικός στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης το 1873, το κραχ του 1929, η κατάρρευση της Wall Street το 1987, αλλά και τα πρόσφατα σκάνδαλα και τις χρεοκοπίες μεγάλων εταιρειών όπως της Enron, της WorldCom και της AIG.

Σε κάθε περίπτωση, το ερώτημα ήταν πως μπορούν να προστατευτούν οι μέτοχοι. Οι μέτοχοι μπορούν να προστατευτούν αρκεί να υπάρχει διαφάνεια, έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση αυτών, αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι έλεγχοι, ισχυρός εποπτικός ρόλος του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και η ύπαρξη αξιόπιστων λογιστικών και οικονομικών

καταστάσεων. Τα παραπάνω είναι μερικές προκλήσεις στις οποίες πρέπει να ανταποκριθεί κάθε οργανωμένη κεφαλαιαγορά, προκειμένου για την αποτελεσματική λειτουργία των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτήν.

Οι προκλήσεις αυτές σε συνδυασμό με την εμφάνιση μεγάλων κρίσεων, έχει αποδειχθεί ιστορικά ότι δίνουν το έναυσμα προκειμένου να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα για να ξεπεραστούν τα προβλήματα που εμφανίστηκαν, ή για να προλάβουν νέα που ενδέχεται να ξεπηδήσουν. Παράδειγμα αποτελεί η κρίση του 1929. Μετά την κρίση αυτή πάρθηκαν μια σειρά από μέτρα, όπως η συγκρότηση της Επιτροπής Τίτλων και Συναλλάγματος, οι περιορισμοί στη δημιουργία πυραμίδας, ο έλεγχος των υποχρεωτικών ποσοστών διαθεσίμων κ.α.. Αντιστοίχως, στο Ηνωμένο Βασίλειο τα σκάνδαλα εταιρειών BCCI και Maxwell, καθώς και η αντιπαράθεση για το ύψος των αμοιβών των μελών των διοικητικών συμβουλίων οδήγησε στη σύσταση της Επιτροπής Cadbury. Η επιτροπή αυτή το 1992 διατύπωσε ένα εθελοντικό κώδικα για την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης. Στο ίδιο μήκος κύματος μέτρων κινήθηκαν και στην Αμερική. Τα σκάνδαλα των μεγάλων αμερικανικών εταιρειών Enron και WorldCom οδήγησαν στην υιοθέτηση νέου νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση τον Ιούλιο του 2002 από το Αμερικάνικο Κογκρέσο.

Γενικά, πολλοί διεθνείς οργανισμοί και εγχώριοι φορείς, στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν τους μηχανισμούς που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ των συμμετεχόντων σε μια εταιρεία, έχουν διατυπώσει μια σειρά από βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης (Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, 2003).

## 2.2 Η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Δεν ήταν όμως μόνο οι διεθνής κεφαλαιαγορές που είχαν ανάγκη την ύπαρξη ενός συστήματος κανόνων για την προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων. Επικεντρώνοντας τη μελέτη μας στην ελληνική κεφαλαιαγορά, μπορούμε πολύ εύκολα να σχολιάσουμε ότι περισσότερο από κάθε άλλη χώρα η Ελλάδα έχει την ανάγκη να υιοθετήσει κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανάγκη αυτή έγινε πιο επιτακτική εξαιτίας της ραγδαίας ανάπτυξης της οικονομίας της Ελλάδας τα τελευταία χρόνια πριν την οικονομική κρίση. Το άνοιγμα των αγορών δημιούργησε την εύλογη αναγκαιότητα της λειτουργίας και των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με τους αντίστοιχους κανόνες διακυβέρνησης των εταιρειών των προηγμένων αγορών.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις ενώ φαινομενικά υιοθετούν τις διάφορες τεχνικές εταιρικής διακυβέρνησης, στην πραγματικότητα τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης τους δεν

χαρακτηρίζονται από συνοχή και συνέπεια. Πιο συγκεκριμένα, κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης υπάρχουν και στο νόμο που διέπει τις ανώνυμες εταιρείες (Ν.2190/1920), προκειμένου να προστατέψουν τους μειοψηφούντες μετόχους. Εκτός από αυτό το μέτρο στο Ν.2190/1920, έχουν κατά καιρούς θεσπιστεί και άλλα νομοθετικά κείμενα που είχαν ως στόχο τη διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας της εταιρείας και της συμπεριφοράς των βασικών μετόχων της. Τα κείμενα αυτά είχαν ως βάση και αντίστοιχες ρυθμίσεις που είχαν ήδη τεθεί σε ισχύ σε άλλα κράτη, κυρίως μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αλλωστε, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς έχει θέσει σε εφαρμογή ειδικούς κανόνες που αφορούν τις εποπτευόμενες από αυτήν εταιρείες, ιδίως σχετικά με το έλεγχο της καταλληλότητας των στελεχών της επιχείρησης και γενικότερα των προσώπων που ασκούν τη διοίκηση των εταιρειών.

Θα πρέπει να κάνουμε το σχόλιο, βέβαια, ότι η εφαρμογή κανόνων και διατάξεων που έχουν θεσπιστεί για αλλοδαπές κεφαλαιαγορές, από ελληνικές επιχειρήσεις, έρχεται σε αντίθεση με τον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της κάθε μιας. Αυτό βέβαια ισχύει για κάθε εταιρεία κάθε χώρας, σε μικρό ή μεγάλο βαθμό ανάλογα με την χώρα και την προσαρμοστικότητα της σε νέες επαγγελματικές συνθήκες.

Η πρακτική που ακολουθείται από τις περισσότερες ελληνικές εισηγμένες εταιρείες, είναι η λήψη αποφάσεων από τους μεγάλους μετόχους και η απλή επικύρωση αυτών από τους μικρομετόχους. Αυτό οφείλεται στη μεγάλη διασπορά των μετοχών των επιχειρήσεων στους μεγάλους επενδυτές, παράλληλα με την αδυναμία των μικρομετόχων να έχουν μια ανενεργή, παθητική στάση απέναντι στη διοίκηση της επιχείρησης.

Το 1998 – με πρώτη δημοσίευση το 2001 – τα Κέντρα Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομική του Πανεπιστημίου Αθηνών, έκαναν μια πρώτη ουσιαστική προσπάθεια για τη θέσπιση και υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης από τις ελληνικές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σκοπός της μελέτης ήταν να προτείνει μια σειρά ειδικών μέτρων στις εταιρείες προκειμένου για την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση τους. Από τις ελληνικές εταιρείες υπήρξαν αντιδράσεις, οπότε και το Χ.Α.Α. στη συνέχεια όρισε μια σειρά ποιοτικών κριτηρίων με σκοπό να εξετάσει το βαθμό τήρησής των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης από αυτές. Η διαδικασία περιελάμβανε την απάντηση ερωτηματολογίου, καθώς και την κατηγοριοποίηση των εταιρειών με ποιοτικά κριτήρια και στη συνέχεια δημοσιοποίηση τους πίνακα αυτού. Ενδεχομένως, να τίθεται θέμα κατά πόσο το Χ.Α.Α. έχει το έννομο δικαίωμα για τέτοιου είδους πρακτικές, αφού μπορεί να θεωρηθούν ως επενδυτικές συμβουλές προς το κοινό για την ποιότητα των εισηγμένων

εταιρειών, λόγω του δημόσιου χαρακτήρα του, καθώς και του κύρους που φέρει. Άλλωστε, το Χ.Α.Α. δε δύναται σε καμία περίπτωση να θεωρηθεί σύμβουλος επενδύσεων, ώστε να κατηγοριοποιεί τις εταιρείες έστω και με βάση κάποια κριτήρια, γιατί με αυτόν τον τρόπο είναι σα να διεξάγει επιλεκτική προβολή μερικών εταιρειών. Η εισαγωγή των εταιρειών στο χρηματιστήριο είναι άλλωστε βασισμένη σε ορισμένα κριτήρια κοινά για όλες τις επιχειρήσεις, και η αναβάθμιση τους πρέπει να γίνεται με βάση την αξιόπιστη λειτουργία τους.

Το 1999 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνέστησε την Επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα η οποία εξέδωσε ένα κείμενο με τίτλο: «Αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της». Σκοπός της ήταν να διαμορφώσει ένα πλαίσιο συμπεριφοράς των επιχειρήσεων σε γενικές γραμμές, χωρίς να λαμβάνουν το χαρακτήρα των υποχρεωτικών ρυθμίσεων. Είχαν δηλαδή το χαρακτήρα της πρότασης, οπότε και τα μέλη της Επιτροπής περίμεναν την απλή συναίνεση των επιχειρήσεων σε έναν κώδικα αρχών και προτάσεων, η αποτελεσματικότητα του οποίου θα εξαρτιόταν από το βαθμό αποδοχής του από τους παραγωγικούς φορείς. Φοβούμενη, όμως, η Επιτροπή, την καθυστέρηση ή τη μη εφαρμογή των κανόνων αυτών, υιοθέτησε μια προσέγγιση συμμόρφωσης ή εξήγησης, σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση που παρεκκλίνει από τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να εξηγήει τους λόγους (Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, 1999).

Η ίδια επιτροπή υποστηρίζει ότι, το υπάρχον ελληνικό νομικό πλαίσιο δεν ανταποκρίνεται στις σύγχρονες ανάγκες εταιρικής διακυβέρνησης. Η λειτουργία των εισηγμένων επιχειρήσεων στηρίζεται στο Ν. 2190/1920, ο οποίος δεν προστατεύει πλήρως τα δικαιώματα των μικρομετόχων, δεν αποσαφηνίζει τις προϋποθέσεις διάφορων συναλλαγών όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές, και δεν διασφαλίζει ικανοποιητικά τη διαφάνεια που απαιτείται στις εσωτερικές διαδικασίες. Επίσης, απαιτείται η ύπαρξη ανεξάρτητων ατόμων στη θέση των μη – εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου ή/και των μετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία (Μέκος Κ., 2003).

Ένα χρόνο αργότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 5/204/2000 περί Κανόνων συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α. καθώς και των προσώπων που συνδέονται με αυτές, ορίζεται ότι κάθε εταιρεία πρέπει να διαθέτει μια επιτροπή ή μια ομάδα προσώπων που θα έχουν την ευθύνη να πληροφορούν άμεσα και ισότιμα τους μετόχους. Επίσης, θα πρέπει να τους ενημερώνουν και να τους εξυπηρετούν σχετικά με ποιο

τρόπο μπορούν να ασκούν τα δικαιώματα τους όπως αυτά ορίζονται από το νόμο ή/και το καταστατικό της εταιρείας.

Εκτός από τις προαναφερθέντες προσπάθειες ανάπτυξης της εταιρικής διακυβέρνησης, γίνεται άλλη μία το 2007, με συνεργασία του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών και του Brunel Business School. Οι δύο αυτοί παράγοντες υπογράφουν από κοινού το Μνημόνιο Συνεργασίας, δημιουργώντας το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΠΕΔ). Το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης, εκδίδει δύο φορές το χρόνο ένα είδος «Επιθεώρησης», προσφέροντας στους αναγνώστες ειδήσεις, εξελίξεις, αποτελέσματα ερευνών και άλλες πληροφορίες σχετικά με το νέο πεδίο μελέτης «Εταιρική Διακυβέρνηση και Διοικητικά Συμβούλια». Στόχοι του ΕΠΕΔ είναι:

- Να αναδειχθεί σε μόνιμο βήμα συζήτησης και ανταλλαγής πληροφοριών
- Να διαδίδει βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων ώστε να αντεπεξέρχονται ικανοποιητικά στις ανάγκες της θεσμικής τους λειτουργίας
- Να δημιουργήσει μία ολοκληρωμένη βάση δεδομένων για την εταιρική διακυβέρνηση των ελληνικών επιχειρήσεων
- Να συμβάλλει στην ακαδημαϊκή έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση
- Να συνεργάζεται και να αναπτύσσει σχέσεις με άλλες οργανώσεις στην Ελλάδα (π.χ. ΧΑΑ, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών, κλπ) και το εξωτερικό (BUSINESSEUROPE, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης – ECGI), με ιδιαίτερη έμφαση στις γειτονικές οικονομίες που βρίσκονται σε φάση μετάβασης.
- Να διευκολύνει την δημιουργία εθνικών και περιφερειακών οργάνων διαλόγου για την εταιρική διακυβέρνηση (ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΗ Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης, Τεύχος 2, Ιούνιος 2008).

### 2.3 Η Εταιρική Διακυβέρνηση με βάση την Ελληνική Νομοθεσία

Όπως έχει προαναφερθεί η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα διέπεται από το Ν.2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών. Εκτός όμως από αυτόν τον νόμο η εταιρική διακυβέρνηση διέπεται από τους κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της λειτουργίας τους Χ.Α.Α.. Νομοθετικά εκφράζεται με το Ν.3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις» (Παράρτημα Α), όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του νόμου 3091/2002, με τον οποίο εισήχθησαν ανώτεροι κανόνες στο ελληνικό

εταιρικό δίκαιο και έγινε προσαρμογή της νομοθεσίας στα σημεία που αφορούν τη διοίκηση των ανωνύμων εταιρειών και ιδιαίτερα στα σημεία που αφορούν την εισαγωγή των μετοχών τους σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Ο ρόλος του Ν.3016/2002 είναι να προβλέπει τυχόν κυρώσεις που πρέπει να υποστούν οι εταιρείες όταν δεν εφαρμόζουν τις διατάξεις του. Οι κυρώσεις αυτές στη συνέχεια επιβάλλονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Επίσης, ο νόμος ασχολείται ιδιαίτερος με το ρόλο που έχουν στις εταιρείες τα μη εκτελεστικά μέλη των διοικητικών συμβουλίων, καθώς επίσης και απαιτεί από την εκάστοτε εταιρεία να ενημερώνει με πρακτικό εκλογής την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς για το ποια είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ποια είναι εκτελεστικά, ποια μη εκτελεστικά και ποια ανεξάρτητα (Μέκος Κ., 2003).

Στην εισηγητική έκθεση του Ν.3016/2002, αναφέρεται το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της ιδιοκτησίας επί μετοχών να έχουν τρεις εξουσίες: της διοίκησης, της απόληψης μερισμάτων και της συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης. Το δικαίωμα αυτό δεν είναι εφαρμόσιμο στις εισηγμένες εταιρείες, εξαιτίας του μεγάλου πλήθους το μετόχων. Ο νομοθέτης για να προστατεύσει τους μετόχους, λοιπόν, στα άρθρα του αναφέρει θέματα που αφορούν το μέρισμα και την αξία της μετοχής. Με αυτόν τον τρόπο προσπαθεί να φέρει την ισορροπία. Γι' αυτό άλλωστε καταγράφηκε και το άρθρο 2 παρ. 1, το οποίο θεωρεί υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου την επιδίωξη της συνεχούς οικονομικής ευημερίας της εταιρείας.

Αξίζει να αναφερθεί ότι, ο συζητηθέν νόμος αναφέρεται μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις. Επίσης, ρυθμίζει ζητήματα που αφορούν την οργάνωση και λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας, αλλά δεν ρυθμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη αυτή καθ' αυτή λειτουργία της επιχείρησης, τις σχέσεις μεταξύ των μετόχων και της εταιρείας, και πολλά άλλα τέτοια ζητήματα.

Τα καθήκοντα του διοικητικού συμβουλίου, το διορισμό και τα καθήκοντα των εκτελεστικών και μη μελών, ορίζονται στα άρθρα 2 – 5. Οι δε υποχρεώσεις των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεων για τον κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό έλεγχο τους ορίζονται στα άρθρα 6 έως 8.

Τα διοικητικά συμβούλια πρέπει να προσέχουν τις σχέσεις τους με τους μετόχους, γιατί οι μέτοχοι είναι και επενδυτές της επιχείρησης και αποτελούν βασικό τρόπο χρηματοδότησης αυτή, σε αντίθεση με τον τραπεζικό δανεισμό. Άρα, καθήκον της διοίκησης είναι τόσο η προστασία και η ενίσχυση της οικονομικής αξίας της επιχείρησης, όσο και ο έλεγχος της

πορείας της τιμής της μετοχής. Έχοντας αυτόν τον στόχο στο μυαλό της η διοίκηση δεν τίθεται θέμα να αποκλίνει μερικές φορές από τις διατάξεις του Ν.2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών». Άλλωστε, ο Ν.3016/2002 που αφορά την εταιρική διακυβέρνηση, στην εισηγητική του έκθεση, καθιστά ως θεμελιώδη αρχή την υποχρέωση που έχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να επιδιώκουν την αποδοτικότητα τόσο της εταιρείας όσο και των μετοχών της. Παράλληλα, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα, τα οποία έρχονται σε αντίθεση με τα συμφέροντα της εταιρείας (άρθρο 2, Ν.3016/2002).

Στο άρθρο 3 του Ν.3016/2002, αναφέρεται ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να διαχωρίζονται για χάρη της αποδοτικής πορείας της εταιρείας, σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα – μη εκτελεστικά. Άλλωστε, ως γνωστό, αυτή η διάκριση αποτελεί και τη βασική αρχή της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα εκτελεστικά μέλη συνήθως ασχολούνται με τα καθημερινά ζητήματα της διοίκησης, ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη με τη διευθέτηση όλων των εταιρικών ζητημάτων. Για το λόγο αυτό τα μη εκτελεστικά μέλη τους διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι λιγότερα από το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του.

Στη συνέχεια, στο άρθρο 4, αναφέρεται η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο, μέλη που παλαιότερα δεν υπήρχαν. Τα μέλη αυτά, που πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο, θεωρούνται ως μη εκτελεστικά. Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών ουσιαστικά υιοθετείται προκειμένου να εξασφαλιστεί η λήψη αντικειμενικότερων απόψεων και αποφάσεων, από το διοικητικό συμβούλιο, προκειμένου για το συμφέρον της επιχείρησης. Άρα τα ανεξάρτητα μέλη δεν πρέπει να είναι μέτοχοι της εταιρείας ή να έχουν οποιαδήποτε σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με τα πρόσωπα της, προκειμένου να μην υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων. Γι' αυτό άλλωστε έχει προβλεφθεί να υποβάλλονται ξεχωριστές εκθέσεις και αναφορές από τα ανεξάρτητα μέλη προς τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το άρθρο 6, ασχολείται με τον εσωτερικό κανονισμό της λειτουργίας της επιχείρησης. Ο κανονισμός αυτός, θα πρέπει να περιλαμβάνει ορισμένες βασικές διατάξεις εκτός των άλλων. Αυτές αφορούν τις αποφάσεις των αρμόδιων εποπτικών αρχών. Σκοπός του εσωτερικού κανονισμού είναι η αυτοδέσμευση της εταιρείας να ακολουθεί διαδικασίες που θα έχει διαμορφώσει εκούσια σχετικά με τη διάρθρωση των υπηρεσιών της, τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου, τις διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών, τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου κ.λπ.

Το άρθρο 7 αναφέρεται στην οργάνωση της ειδικής υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας. Στόχος της υπηρεσίας αυτής είναι να παρακολουθεί τον εσωτερικό κανονισμό της επιχείρησης, καθώς και να τηρούνται οι διατάξεις τους καταστατικού της επιχείρησης και των ειδικών νόμων που τη διέπουν.

Τέλος, ο Ν.2533/1985, μέσα στα πλαίσια της διαφάνειας των εταιρικών λειτουργιών, υποχρεώνει τις εισηγμένες εταιρείες να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, και από το 2001, υποχρεωτικά δημοσιεύουν και ετήσια έκθεση, η οποία πρέπει να δημοσιεύεται δέκα ημέρες πριν από τη γενική συνέλευση των μετόχων.



### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

#### 3.1 Ορισμός – Έννοια ιδιοκτησιακής δομής

Ο όρος ιδιοκτησιακή δομή έχει θεσπιστεί από τους καθηγητές Michael C. Jensen και William H. Meckling. Η φράση αυτή υιοθετήθηκε για να περιγράψει τις ιδιοκτησιακές αξιώσεις που έχουν οι επιχειρηματικοί φορείς, όπως είναι οι μέτοχοι, οι εταίροι κλπ. Ο όρος αυτός δεν πρέπει να συγχέεται με τον όρο της κεφαλαιακής δομής<sup>1</sup>. Οι μετέχοντες στην ιδιοκτησιακή δομή διακρίνονται σε εσωτερικούς και εξωτερικούς. Εσωτερικοί ιδιοκτήτες είναι τα διευθυντικά στελέχη. Εξωτερικοί είναι όλοι οι επενδυτές που δεν έχουν άμεση σχέση με την επιχείρηση.

Το πόσο συμμετέχει κάποιος στην ιδιοκτησιακή δομή μιας επιχείρησης εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής σε αυτήν. Ο μέτοχος που κατέχει πάνω από το 20% των μετοχών της επιχείρησης, θεωρείται ότι συγκεντρώνει σε μεγάλο βαθμό την ιδιοκτησία. Σε μελέτη που έγινε από τους Enriques και Volpin (2007), διαπιστώθηκε ότι μόνο το 20% των είκοσι μεγαλύτερων εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ιταλία και το 50% στη Γερμανία δεν έχουν κάποιο μεγαλομέτοχο. Για τις ΗΠΑ το ίδιο ποσοστό ανέρχεται στο 80%, ενώ για το Ηνωμένο Βασίλειο το 100%.

Ένα άλλο ενδεικτικό μέτρο της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας είναι το μερίδιο της συνολικής κεφαλαιοποίησης της Κεφαλαιαγοράς, που ελέγχεται από τις δέκα πλουσιότερες οικογένειες. Ο αριθμός αυτός ανέρχεται στο 29% για τη Γαλλία, στο 21% για τη Γερμανία και μόλις στο 6% για το Ηνωμένο Βασίλειο<sup>2</sup>.

Επίσης, σε μια άλλη μελέτη που έγινε από τους Grant και Kirchmaier (2005), παρατίθεται μια διαφορετική κατάταξη των ιδιοκτησιακών δομών. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτήν, υπάρχουν τρεις κατηγορίες για την ιδιοκτησιακή δομή: 1. νομικός έλεγχος, 2. ουσιαστικός έλεγχος και 3. ευρέως διασπαρμένη ιδιοκτησιακή δομή. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι επιχειρήσεις όπου ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το 50% των ψήφων στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Στη δεύτερη κατηγορία ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το απαιτούμενο, από την εκάστοτε εθνική νομοθεσία, ποσοστό πέρα από το οποίο πρέπει να υποβάλουν δημόσια προσφορά για την αγορά όλων των υπόλοιπων μετοχών. Τέλος, στην τρίτη κατηγορία ανήκουν οι επιχειρήσεις όπου δεν υπάρχει ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων με ποσοστό μεγαλύτερο από εκείνο της δεύτερης κατηγορίας. Εντύπωση προκαλεί το πόρισμα της συγκεκριμένης έρευνας ότι στις κορυφαίες 100

<sup>1</sup> Ως κεφαλαιακή δομή νοούνται ο καταμερισμός ιδίων και ξένων κεφαλαίων στο παθητικό μιας επιχείρησης.

<sup>2</sup> Πηγή: [www.morax.gr](http://www.morax.gr)

Επιχειρήσεις στις 4 από τις 5 σημαντικές οικονομίες της Ευρώπης (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία) η πλειοψηφία των Επιχειρήσεων εντάσσεται στην κατηγορία «νομικός έλεγχος», με τις ιταλικές Επιχειρήσεις να φτάνουν το 64,8%. Αντίθετα, στο Ηνωμένο Βασίλειο μόλις το 5% των Επιχειρήσεων έχουν τόσο υψηλά συγκεντρωμένη ιδιοκτησιακή δομή (Ιδιοκτησιακή Δομή Επιχειρήσεων και Προστασία των Επενδυτών, Morax, 2008).

### 3.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση ιδιοκτησιακής δομής

Από πολλούς μελετητές έχει χαρακτηριστεί αντιφατική η σχέση μεταξύ της ισχύς των μετόχων και της εταιρικής απόδοσης. Σε μελέτη που έγινε από τους Morck et al. (1988), σε 371 επιχειρήσεις, υπάρχουν αποδείξεις για μια μη μονότονη σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και επίδοσης. Ο χρησιμοποιούμενος δείκτης πρώτα αυξάνει, μετά μειώνεται και τελικά αυξάνει ελαφρά καθώς η συμμετοχή των ιδιοκτητών στο συμβούλιο αυξάνει. Αντίθετα, ο δείκτης αυτός είναι χαμηλότερος όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι μέλος της οικογένειας που ίδρυσε την επιχείρηση. Δηλαδή, όταν το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από το διοικητικό συμβούλιο είναι μικρό, βελτιώνεται η επίδοση.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινήθηκαν και οι McConnell και Servaes (1990). Και σε αυτούς προέκυψε από τη μελέτη τους μία μη γραμμική σχέση ανάμεσα στον εσωτερικό μερισματούχο και στην αξία της επιχείρησης.

Φτάνοντας σε μελέτη του 2007, οι Schmid και Zimmermann χρησιμοποιώντας ένα ταυτόχρονο σύστημα εξομοιώσεων σε ένα δείγμα 145 ελβετικών επιχειρήσεων, είχαν σαν αποτέλεσμα να προκύψει μία θετική σχέση ανάμεσα στο ποσό της ιδιοκτησίας και της απόδοσης της επιχείρησης.

Ακόμα, σε έρευνα του ο Stiglitz (1985) υποστήριξε ότι για να διασφαλίσει μια επιχείρηση ότι ακολουθούνται στρατηγικές μεγιστοποίησης της αξίας της, πρέπει η ιδιοκτησία να συγκεντρώνεται σε λίγους. Αντίθετα ο Denis et all (1997) απέδειξε ότι τα υψηλόβαθμα στελέχη είναι περισσότερο ευαίσθητα στη φτωχή επίδοση σε εταιρείες που έχουν εξωτερικούς blockholders σε σχέση με αυτούς που δεν έχουν.

Επίσης, στο κλασικό έργο «Η Σύγχρονη Επιχείρηση και η Ιδιωτική Περιουσία», βρίσκει τις ρίζες της η πηγή της ιδιοκτησιακής δομής όσον αφορά τις ΗΠΑ, των Adolf Berle, Καθηγητή Νομικής, και Gardiner Means, Οικονομολόγου. Οι Berle και Means ερεύνησαν την ανερχόμενη συγκέντρωση της οικονομικής δύναμης στη σύγχρονη επιχείρηση και επισήμαναν την εμφάνιση των στελεχών οι οποίοι έχουν το λειτουργικό έλεγχο αλλά ελάχιστο ή και καθόλου μερίδιο ιδιοκτησίας. Ακόμα αναφέρθηκαν στην μεγάλη διασπορά

των μετοχών μιας επιχείρησης σε έναν αριθμό ατόμων που όλο αυξάνεται αλλά δεν είναι σε θέση να ασκήσουν έλεγχο στην επιχείρηση και στις μετοχές που έχουν στην κατοχή τους λόγω της διασποράς τους, του αριθμού τους και γενικά των μικρών συμφερόντων τους. Στη σύγχρονη Αμερικανική Επιχείρηση αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο, έχει σαν κατάληξη μια πρόκληση στα συμφέροντα των μετόχων. Οι Berle και Means, χαρακτήρισαν την «εταιρική διακυβέρνηση» ως ένα κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης: πώς θα είχαν την ικανότητα τα στελέχη μιας εταιρείας, ως αντιπρόσωποι των μετόχων, να παροτρυνθούν να διοικήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με βάση την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων-εντολών τους. Ορισμένοι ακαδημαϊκοί έχουν αντίθετη γνώμη με τους Berle και Means όσον αφορά τα κράτη εκτός των ΗΠΑ. Έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η διασπορά των μετοχών μια Εταιρίας είναι φαινόμενο Αμερικάνικο και Βρετανικό. Στην Ευρώπη, τη Λατινική Αμερική και την Ιαπωνία ένας μεγάλος αριθμός εταιριών διοικείται από άτομα που έχουν στην κατοχή τους αρκετά μεγάλα μερίδια μετοχών. Με αποτέλεσμα στην Ευρώπη να υπάρχει αυξημένη συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου σε σχέση με τις ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο. Το αποτέλεσμα αυτού του συμβάν είναι ότι σημαντικό πρόβλημα της διακυβέρνησης της επιχείρησης στα συγκεκριμένα κράτη είναι η προστασία των μετοχών μειοψηφίας από την εκμετάλλευση των προαναφερόμενων ομάδων-μεγαλομετόχων. Για παράδειγμα, σύμφωνα με έρευνες, στην Αμερική οι μισοί από τους πολίτες είναι κάτοχοι άμεσα ή έμμεσα μετοχών κάποιας εταιρίας ενώ στη Γερμανία το ποσοστό ανέρχεται μόλις στο 20 %. Στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό είναι ακόμα μικρότερο και φτάνει μόλις στο 11,7 %.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένας πίνακας με την σύγκριση των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης:

	<b>Γερμανία</b>	<b>Ιαπωνία</b>	<b>Η.Π.Α.</b>
<b>Αποδοχές Διοίκησης</b>	Μέτριες	Χαμηλές	Υψηλές
<b>Διοικητικό Συμβούλιο</b>	Δύο επίπεδα Εποπτικό Διοικητικό	Κυρίως εσωτερικοί	Κυρίως εξωτερικοί NED
<b>Ιδιοκτησία</b>	Συγκεντρωμένη Οικογενειακή/εταιρική/ Τραπεζική	Λιγότερο συγκεντρωμένη Τραπεζική/εταιρική/M anagment	Διάχυτη Μη εταιρική
<b>Κεφαλαιαγορές</b>	Χαμηλή ρευστότητα	Μέτρια ρευστότητα	Υψηλή ρευστότητα
<b>Εξαγορές</b>	Ελάχιστες	Ελάχιστες	Πολλές
<b>Τράπεζες</b>	Καθολικές τράπεζες	Σύστημα κύριας τράπεζας (Main Banking System)	

**Πίνακας 1: Σύγκριση Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης (Τσόχα Μαρία 2009)**

Σύμφωνα με τους Καθηγητές Machael C. Jensen και William H. Meckling ο όρος «Ιδιοκτησιακή Δομή» υποδηλώνει τις ποσότητες των ιδιοκτησιακών αξιώσεων που έχουν στην κατοχή τους οι επιχειρηματικοί φορείς-ιδιοκτήτες, για παράδειγμα, μέτοχοι, εταίροι κ.λ.π. Αυτοί χωρίζονται στους εσωτερικούς (insiders), διευθυντικά στελέχη (το μανάτζμεντ) και τους εξωτερικούς (outsiders)-επενδυτές, που δεν έχουν άμεσο ρόλο .

Οι Vishny και Shleifer (1986), υποστήριξαν ότι η μεγάλη συγκέντρωση στην ιδιοκτησιακή διάρθρωση της επιχείρησης, βελτιώνει τον έλεγχο της διοίκησης και με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται και η αξία της. Από την άλλη πλευρά, μια επιχείρηση με μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, όπου ένας μόνο μεγαλομέτοχος ασκεί τον εταιρικό έλεγχο, έχει τον κίνδυνο να αποκλείει από τον βασικό της στόχο της, εξ' αιτίας της ύπαρξης προσωπικών συμφερόντων.

### 3.3 *Ιδιοκτησιακή δομή στην Ελλάδα*

Το Ελληνικό οικονομικό περιβάλλον αντικατοπτρίζει ένα οικονομικό σύστημα με τα εξής κύρια χαρακτηριστικά: πρόσφατα αρκετά φιλελευθεροποιημένο, το οποίο εξακολουθεί να είναι περισσότερο βασισμένο στις Τράπεζες, περιλαμβάνοντας μια σχετικά μικρή Κεφαλαιαγορά, στην οποία η έννοια της προστασίας των επενδυτών και γενικότερα της εταιρικής διακυβέρνησης δεν έχει μακρά ιστορία. Από αυτή την οπτική, σύμφωνα με τους Karopoulos και Lazaretou (2006), η ελληνική περίπτωση παρέχει μοναδικές πληροφορίες. Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά είναι κυριαρχούμενη από τις οικογενειακού ελέγχου Επιχειρήσεις. Όπως είναι γνωστό, στον επονομαζόμενο «οικογενειακό καπιταλισμό» το πρόβλημα αντιπροσώπευσης αναφέρεται στις συγκρουσιακές σχέσεις μεταξύ των ισχυρών μεγαλομετόχων και των μετόχων που ανήκουν στην αδύναμη μειοψηφία. Η έκθεση του διεθνούς οίκου αξιολόγησης χρηματοπιστωτικών μέσων Standard and Poor's (2005) σημειώνει ότι η δεκαετής περίοδος από το 1992 έως το 2002 χαρακτηρίζεται από έναν αριθμό ανεπαρκειών στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, με πιο αξιοσημείωτη την έλλειψη κατάλληλης κουλτούρας προστασίας επενδυτών και γενικότερα εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανάγκη για αναδιάρθρωση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα έγινε ακόμη πιο προφανής ύστερα από τη χρηματιστηριακή κρίση του 1999, η οποία είχε καταστροφικές συνέπειες για το Χρηματιστήριο Αθηνών. Τιμές καθοδηγούμενες από φήμες, συνδυασμένες με καταχρήσεις της αγοράς, δημόσιες εγγραφές εταιρειών με απαρχαιωμένες δομές εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με ένα αδύναμο και γερασμένο ρυθμιστικό πλαίσιο,

δημιούργησαν αρνητικά αποτελέσματα στους επενδυτές, οι οποίοι συχνά δεν ήταν ενημερωμένοι για την πραγματική κατάσταση των εταιρειών στις οποίες επένδυσαν. Σύμφωνα πάντα με την έκθεση της Standard and Poor's, η απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αγορά ήταν η σημαντικότερη αρνητική μακροπρόθεσμη συνέπεια, αφού από το 2000 και έπειτα υπήρξε μια έξοδος κεφαλαίων που μέχρι το 2003 είχε φτάσει στο μέγεθος των 34,9 δισ. ευρώ. Βασικό μέλημα για την αντιμετώπιση της απώλειας της εμπιστοσύνης από τις ελληνικές αρχές ήταν και εξακολουθεί να είναι η αναθεώρηση του ρυθμιστικού και νομικού πλαισίου της Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να παρέχεται η καλύτερη προστασία στους επενδυτές (Ιδιοκτησιακή Δομή Επιχειρήσεων και Προστασία των Επενδυτών, Morax, 2008).

Σύμφωνα με έρευνα της Price water house Coopers το 2006 για την Ελλάδα, ισχύουν τα ακόλουθα:

- Το 42% αναμένει αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης.
- Το 26% αναμένει αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς τα επόμενα 5 χρόνια.
- Το 6% αναμένει πώληση της επιχείρησης σε άλλη εταιρεία.
- Το 29% έχει υπολογίσει στις αποφάσεις του τις φορολογικές επιβαρύνσεις σε περίπτωση γονικής παροχής, δωρεάς, κληρονομιάς ή πώλησης της επιχείρησης.
- Το 23% σκέφτεται τη διάσπαση της εταιρείας ανά κλάδο κύριας.

Δραστηριότητας.

- Το 27% επιθυμεί το διαχωρισμό των ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.
- Το 18% σκέφτεται να διαχωρίσει τα επενδυτικά αγαθά της επιχείρησης.
- Το 57% θεωρεί ότι υπάρχουν επαρκεί περιουσιακά στοιχεία για να διανεμηθούν στα μέλη της οικογένειας, καθώς και στα εμπλεκόμενα και μη μέλη της επιχείρησης (Βεργετάκη Στυλιανή, Μάιος 2011).

### 3.4 *Ιδιοκτησιακή δομή των εισηγμένων επιχειρήσεων*

Συνήθως, οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο χαρακτηρίζονται από πολυμετοχική σύνθεση και ιδιοκτησία. Όταν υπάρχει πολυμετοχική ιδιοκτησία, τότε υπάρχει και διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, αφού καθίσταται απαιτητό η ύπαρξη πολλών προσώπων στη διοίκηση και διαχείριση της επιχείρησης, με σκοπό την επίτευξη της μεγαλύτερης αποδοτικότητας της. Όμως, ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και

ελέγχου σε αρκετές περιπτώσεις αναδύει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Αυτό συμβαίνει γιατί πολλά από τα στελέχη μιας επιχείρησης μερικές φορές τείνουν να ενεργούν για το δικό τους όφελος και όχι να υπηρετούν τα συμφέροντα της επιχείρησης.

Πολλοί είναι οι οικονομολόγοι που υποστηρίζουν ότι οι σύγχρονες επιχειρήσεις θα πρέπει να στελεχώνονται με πρόσωπα που είτε έχουν μικρό μέρος ιδιοκτησίας ή και καθόλου. Ακόμα, υποστηρίζουν ότι πρέπει να υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών σε μεγάλο αριθμό προσώπων, τα οποία θα έχουν μικρά συμφέροντα και δε θα μπορούν να ασκήσουν έλεγχο στην επιχείρηση λόγω της θέσης τους. Αμερικανοί οικονομολόγοι σε έρευνες τους θεώρησαν την «εταιρική διακυβέρνηση» ως ένα κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα το πρόβλημα είναι ότι πώς θα μπορούσαν τα στελέχη μιας εταιρείας, ως αντιπρόσωποι των μετόχων, να παρακινηθούν να διοικήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με βάση την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων – εντολέων τους.

Η μελέτη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το επίπεδο διασποράς της ιδιοκτησίας στις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες (2001) διαπιστώνει ικανή διασπορά όταν το μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών κατανέμεται σε μεγάλο αριθμό μετόχων, ενώ παράλληλα υπάρχει περιορισμένη συγκέντρωση μετοχών σε πρόσωπα που συμμετέχουν με υψηλό ποσοστό στο κεφάλαιο. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται, κατά βάση, στις ανεπτυγμένες Κεφαλαιαγορές και μπορεί να αποδοθεί στη διάδοση της μετοχικής ιδέας στις αγορές αυτές και στις ανεπτυγμένες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούνται και εξασφαλίζουν το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση. Η σύγχρονη βιβλιογραφία παρουσιάζει δύο κυρίως προσεγγίσεις αναφορικά με τη μελέτη της ιδιοκτησιακής δομής των Επιχειρήσεων. Η μία προσέγγιση εστιάζει στη μέτρηση της διασποράς των μετοχών μιας Επιχείρησης, χωρίς να ορίζει άμεσα μια Επιχείρηση ως ευρέως διασπαρμένη ή όχι, ενώ η δεύτερη προσέγγιση χαρακτηρίζει τις Επιχειρήσεις ως ευρέως διασπαρμένες ή όχι λαμβάνοντας υπόψη την παρουσία ή μη κάποιου μεγαλομετόχου. Η διασπορά των μετοχών, σύμφωνα με τους Καπόπουλος και Λαζαρετου (2006), μετριέται ως το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχεται από επενδυτές με μερίδιο μετοχών χαμηλότερο του 1-5%.

Η προσέγγιση των La Porta et al. (1999), την οποία ακολουθούν και οι Spanos et al. (2005), χωρίζει τις Επιχειρήσεις σε ευρέως διασπαρμένες και σε αυτές που έχουν κάποιον «κυρίαρχο-απόλυτο ιδιοκτήτη». Συγκεκριμένα, ορίζει ως ευρέως διασπαρμένες Επιχειρήσεις εκείνες στις οποίες δεν υπάρχει κάποιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο που να κατέχει το 10% ή το 20% των δικαιωμάτων ψηφοφορίας. Σε αντίθετη περίπτωση, οι Επιχειρήσεις αυτές

θεωρείται ότι έχουν κυρίαρχο μέτοχο ή «απόλυτο ιδιοκτήτη». Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι στην παρούσα εργασία, σε περίπτωση που τα μέλη μιας οικογένειας κατέχουν μετοχικά μερίδια χαμηλότερα του 10% ή του 20%, αλλά αθροιστικά υπερβαίνουν το 10% ή το 20%, τότε θεωρείται ότι υπάρχει κυρίαρχος ιδιοκτήτης (Ιδιοκτησιακή Δομή Επιχειρήσεων και Προστασία των Επενδυτών, Morax, 2008).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ & ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### 4.1 Εισαγωγή

Το 1999 χρονολογείται η πρώτη έρευνα για το αν υπάρχει σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Η συσχέτιση των δύο αυτών παραγόντων είναι πολύ σημαντική. Είναι αποδεδειγμένο ότι οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από καλή εταιρική διακυβέρνηση, προσελκύουν περισσότερους επενδυτές, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν και κάτι παραπάνω για τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο, αρκεί να αυξήσουν τα μερίσματά τους.

Για να κατανοήσουμε τη συσχέτιση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και κερδοφορίας μιας επιχείρησης, θα παρουσιαστούν, στη συνέχεια, ορισμένες μελέτες που ασχολήθηκαν με το θέμα αυτό.

### 4.2 Εμπειρικές μελέτες

Η πρώτη έρευνα που έγινε ήταν το 1999, όπως προαναφέρθηκε, από τον Mark Goergen. Η μελέτη έγινε σε βρετανικές και γερμανικές επιχειρήσεις, οι οποίες ιδρύθηκαν στη δεκαετία του 1980, και τα στοιχεία που συλλέχθηκαν ήταν σε βάθος εξαιτίας. Βασικό χαρακτηριστικό της έρευνας αυτής ήταν ότι η Γερμανία περιλαμβάνει αρκετές οικογενειακές επιχειρήσεις που συγκεντρώνουν τον έλεγχο και την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου, σε αντίθεση με τις βρετανικές. Η έρευνα απέδειξε ότι η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει την κερδοφορία μιας επιχείρησης, αλλά δεν απέδειξε με σιγουριά σε ποια κατεύθυνση την επηρεάζει. Δηλαδή, αν η εταιρική διακυβέρνηση ανήκει σε πολλά άτομα θα υπάρχει θετική ή αρνητική εξέλιξη στην κερδοφορία της επιχείρησης. Πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες όπως η δημόσια πολιτική και η παγκοσμιοποίηση των αγορών.

Άλλη μια έρευνα έγινε την ίδια χρονιά από τους Laing D., και Weir C., η οποία εξετάζει κατά πόσο οι επιχειρήσεις συμμορφώνονται με τους κανονισμούς της επιτροπής Gadbury. Στη μελέτη συμπεριλήφθησαν 115 εισηγμένες επιχειρήσεις με τα στοιχεία τους να

καταλαμβάνουν ένα χρονικό ορίζοντα 1992 – 1995. Στόχος της μελέτης ήταν να συγκρίνει τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται από τις επιχειρήσεις πριν και μετά τη δημοσίευση της έκθεσης της επιτροπής., καθώς και ποιο είναι το αντίκτυπο των μηχανισμών αυτών στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις στο μεγαλύτερο ποσοστό τους τείνουν να συμμορφώνονται με τις διαπιστώσεις της έκθεσης της επιτροπής.

Σε άρθρο που γράφτηκε από τον Pitiyasak S. για τις επιχειρήσεις της Ασίας, σχολίασε δύο αντιφατικές μελέτες. Η μία μελέτη αποδεικνύει ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχει αρνητική σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση και μάλιστα αποτελεί βασικό παράγοντα της μείωσης της επίδοσης της επιχείρησης, και γενικότερα της μείωσης όλων των επιχειρήσεων, οπότε και της οικονομικής κρίσης. Αντίθετα, η άλλη μελέτη αποδεικνύει ότι υπάρχει θετική σχέση. Αλλά, η δεύτερη μελέτη καταλήγει και στο συμπέρασμα – επειδή η έρευνα της περιελάμβανε Χονγκ Κονγκ και Ταϊλάνδη, δηλαδή δύο διαφορετικές χώρες – ότι κάθε χώρα θα πρέπει να έχει το δικό τα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Μόνο τα γενικά χαρακτηριστικά μπορούν να είναι κοινά για όλες τις χώρες, όπως οι επιτροπές λογιστικού ελέγχου, ο καθορισμός των αποδοχών και η ανεξαρτησία των μη διευθυντικών στελεχών.

#### 4.3 Σχέση εταιρικής διακυβέρνησης & κερδοφορίας

Η εταιρική διακυβέρνηση κρίνεται αναγκαία για δύο βασικούς λόγους. Και για να προστατέψει τα δικαιώματα των μετόχων, αλλά και τα υπόλοιπα μέρη της επιχείρησης. Η εταιρική διακυβέρνηση έχει ως σκοπό να εξασφαλίσει την εμπιστοσύνη των μερών, διαβεβαιώνοντας παράλληλα ότι η επιχείρηση που είναι υπόλογη για τις πράξεις και παραλήψεις της, θα προασπίσει τα συμφέροντα τους. Η επίδοση των στελεχών σαφώς και επηρεάζει την κερδοφορία της επιχείρησης. Οπότε, η ανεξαρτησία τους, οι γνώσεις τους και οι εμπειρίες τους, βοηθούν την βελτίωση της κερδοφορίας και γενικά της πορείας της επιχείρησης (Stanwick P. και Stanwick S., 2002).

Οι Brown L. και Caylor M., το 2006, εξέτασαν μια σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και την επίδοση της επιχείρησης. Στην έρευνα τους έλαβαν μέρος τα οικονομικά στοιχεία 2.327 επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του περιθωρίου κέρδους, της μερισματικής απόδοσης και της κερδοφορίας με την εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα σχετίζονται όλα τα παραπάνω θετικά με τις συνιστώσες της εταιρικής διακυβέρνησης. Δηλαδή, με την εκπαίδευση των



διευθυντών, τις αμοιβές αυτών, το διοικητικό συμβούλιο, κλπ. Σχετίζονται όμως αρνητικά με τον εσωτερικό κανονισμό και με τον οικονομικό έλεγχο από τους ελεγκτές. Το τελικό αποτέλεσμα την έρευνας είναι ότι η επίδοση της επιχείρησης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την εταιρική διακυβέρνηση.

Η μέτρηση της επίδοσης της επιχείρησης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από ποιοτικά κριτήρια, όπως οι προσδοκίες του επενδυτή, η κίνηση της αγοράς, και πολλά άλλα. Για να ασκηθεί καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να δούμε ποια από τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κατέχουν και μετοχές. Όταν συμβαίνει αυτό, εμφανίζεται α υπάρχει θετική σχέση με την επίδοση της εταιρείας. Θετική σχέση υπάρχει και όταν οι managers της επιχείρησης κατέχουν μερίδιο μετοχών, γιατί έχουν κύριο στόχο τη διασφάλιση των κερδών τους, οπότε λειτουργεί σαν κίνητρο που ενεργεί προς το συμφέρον όλων των μετόχων (Bhagat S., και Bolton B, 2008).

Μέσα από διάφορους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να δοθούν κίνητρα στα στελέχη ώστε η επίτευξη των ιδίων συμφερόντων των στελεχών να προκύπτει μέσω της επίτευξης των συμφερόντων των μετόχων.

Πιο απλά δηλαδή πρέπει να δοθούν κίνητρα στα στελέχη, ώστε αυτά να προάγουν το συμφέρον των μετόχων. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία τα κίνητρα χωρίζονται σε θετικά και αρνητικά. Ορισμένα παραδείγματα θετικών κινήτρων είναι οι προαγωγές στην ιεραρχία της επιχείρησης, οι ανταμοιβές και η αναγνώριση για την καλή απόδοση, η αυτονομία, η πρωτοβουλία, η συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, η ελευθερία δράσης και φυσικά τα μπόνους. Αντίστοιχα, παραδείγματα αρνητικών κινήτρων είναι ο φόβος απόλυσης, η παροχή περιορισμένων εξουσιοδοτήσεων και η περιορισμένη συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, ο υποβιβασμός και η έλλειψη επιπλέον παροχών πέρα του μισθού. Σύμφωνα με τους Snape, Redman, Bamber (1994) τα κίνητρα έχουν τα αναμενόμενα θετικά αποτελέσματα στη συμπεριφορά των στελεχών όταν αυτά σχετίζονται με τους στόχους που μπορούν να επηρεάσουν τα στελέχη, όταν δεν υπάρχουν αδικαιολόγητες καθυστερήσεις των υποσχεθεισών παροχών και όταν αποτελούν μεγάλο ποσοστό της συνολικής αποζημίωσης, ώστε η μη επίτευξη των στόχων να μειώνει αισθητά το ποσό αποζημίωσης.

Επομένως, όταν τα κίνητρα είναι σωστά σχεδιασμένα, τα στελέχη απορροφώνται στην επίτευξη των τιθέμενων στόχων που θα οδηγήσουν με τη σειρά τους στην απόλαυση του υποσχεθέντος. Μέγιστη προσοχή πρέπει να δοθεί ώστε να μην συσχετίζεται το κίνητρο με τα λογιστικά αποτελέσματα, την κερδοφορία, διότι με τον τρόπο αυτό τα στελέχη θα απορροφηθούν σε πρακτικές χειραγώγησης λογιστικών κερδών. Θα αναλωθούν δηλαδή στο

να εμφανίσουν τα επιθυμητά λογιστικά αποτελέσματα (χωρίς αυτά απαραίτητα να ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα), θα λάβουν το μόνους σαν να επιτεύχθηκαν οι στόχοι και με τον τρόπο αυτό θα ζημιώσουν πολύ περισσότερο την επιχείρηση. Αυτό είναι το σημείο στο οποίο πρέπει να παρεμβαίνουν οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης προκειμένου να ελέγχουν την δράση των στελεχών και να αποτρέπουν την εμφάνιση φαινομένων χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Σύμφωνα με τους Finkelstein και Hambrick (1988), η αμοιβή των στελεχών συνδέεται έμμεσα με την επίδοση καθώς επιδρά στην απόφαση των στελεχών να έλθουν και να παραμείνουν στην επιχείρηση. Επιπρόσθετα, ο χρονικός ορίζοντας, η έκθεση στον κίνδυνο και η ενδεχόμενη επίδοση των πακέτων αποζημίωσης ασκούν επιδράσεις στις στρατηγικές αποφάσεις που καλούνται να λάβουν τα στελέχη, οι οποίες με τη σειρά τους καθορίζουν την επίδοση της επιχείρησης. Πολύ σημαντικό επίσης, είναι ότι τα στελέχη προκειμένου να λάβουν υψηλή αμοιβή, ενδέχεται να προβούν σε πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, που με τη σειρά της μπορεί μακροπρόθεσμα να δράσει αρνητικά στην επίδοση της επιχείρησης.

Οι μέχρι σήμερα έρευνες έχουν αποδείξει ότι όσο πιο αποτελεσματικά είναι τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η θέση της εταιρίας και κατά επέκταση, της οικονομίας στη παγκόσμια αγορά. Με άλλα λόγια υπάρχει μια βαθύτερη σχέση μεταξύ ανταγωνιστικότητας, παραγωγικότητας, εταιρικής διακυβέρνησης και μακροοικονομικών επιδόσεων. Η καλύτερευση των δομών της εταιρικής διακυβέρνησης, αυξάνει την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, δημιουργεί πρόσθετο πλούτο για τους μετόχους της, ενώ ταυτόχρονα μειώνει το κόστος κεφαλαίου. Μ' αυτό τον τρόπο συντελείται η μεγιστοποίηση των επιδόσεων των οικονομικών μονάδων και διευκολύνεται μακροπρόθεσμα η άριστη κατανομή των πόρων. (Μανιά Μαριάνθη, 2011)

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία, έγινε η προσπάθεια να παρουσιαστεί ο όρος της ιδιοκτησιακής δομής και το πόσο κερδοφόρα μπορεί να γίνει μια επιχείρηση μέσα από τα συστήματα της εκάστοτε εταιρικής διακυβέρνησης. Αναφέρεται, η σημασία της σπουδαιότητας της εφαρμογής των συστημάτων αυτών, σε συνδυασμό με την κατάλληλη εσωτερική διάρθρωση μια επιχείρησης αλλά και για κάθε οικονομικό οργανισμό που διαχειρίζεται οικονομικά ποσά και προσπαθεί να φέρει εις πέρας συγκεκριμένους στόχους. Σε ολόκληρο τον κόσμο έχουν δημοσιευτεί αρκετοί κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Τα σκάνδαλα και η κακή διαχείριση των επιχειρήσεων, δείχνουν ότι υπάρχουν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης όσον αφορά το αντικείμενο της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται στις επιχειρήσεις, δεν αποτελούν εγγύηση για την ορθή πορεία τους. Για την αποτελεσματικότητα των συστημάτων αυτών, υπεύθυνοι είναι τα πρόσωπα που ανήκουν στην διοίκηση των επιχειρήσεων και πιο αναλυτικά ο χαρακτήρας, η εντιμότητα και η ακεραιότητα αυτών των προσώπων. Η εφαρμογή των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης ενισχύει τους μηχανισμούς ελέγχου για την σωστή λειτουργία της επιχείρησης και εξασφαλίζει στους μετόχους τα μέσα για τον έλεγχο των ατόμων που απαρτίζουν την διοίκηση της. Εν ολίγοις, η εταιρική διακυβέρνηση δίνει την δυνατότητα στους μετόχους να προστατέψουν τα συμφέροντα τους από λανθασμένες κινήσεις της διοίκησης της επιχείρησης. Έτσι, η ιδιοκτησιακή δομή μιας επιχείρησης επηρεάζει και την κερδοφορία της.

Τέλος, στην Ελλάδα για την αποφυγή της ιδιωτικοποίησης των εταιριών, την αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, το κύμα εξαγοράς επιχειρήσεων, την άρση των ελέγχων και την ολοκλήρωση των κύριων αγορών θεσπίστηκε ο Νόμος 3016/2002, ο οποίος εφαρμόζει κανόνες για τη διεξαγωγή της εταιρικής διακυβέρνησης στις ανώνυμες εταιρείες. Με την εφαρμογή του καθορίζεται ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου, των εκτελεστικών οργάνων και των οργάνων εσωτερικού ελέγχου.

## Παράρτημα Α

### Παράρτημα Α: ΝΟΜΟΣ 3016/2002

ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3016 / 2002

«Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις.» (ΦΕΚ 110 / 17.05.2002)  
(Άρθρα 1 – 11)

#### ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ  
ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ Ή ΑΛΛΕΣ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ ΤΟΥΣ ΣΕ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ  
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΕΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.

#### Άρθρο 1

##### Πεδίο εφαρμογής

Οι διατάξεις του παρόντος κεφαλαίου εφαρμόζονται στις ανώνυμες εταιρίες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, όπως κάθε φορά ισχύει, εφαρμόζονται, εφόσον δεν είναι αντίθετες με τις διατάξεις του νόμου αυτού.

#### Α. Διοικητικό Συμβούλιο

#### Άρθρο 2

##### Υποχρεώσεις. Καθήκοντα.

1. Πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Δ.Σ.) κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος.
2. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από το Δ.Σ. αρμοδιότητες του απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας.
3. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτος στον οποίο έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τα ίδια συμφέροντά τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρίας που εμπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.
4. Το διοικητικό συμβούλιο κατ' έτος συντάσσει έκθεση στην οποία αναφέρονται αναλυτικά οι συναλλαγές της εταιρίας με τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920. Η έκθεση αυτή γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές.

#### Άρθρο 3

##### Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας, ενώ μη εκτελεστικά τα επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη κατά την έννοια του άρθρου 4 του νόμου αυτού. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων.
2. Θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρίας αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο.

#### Άρθρο 4

##### Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην είναι μέτοχοι και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου: α. διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας β. Είναι πρόεδρος του Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας, καθώς και εάν έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του διοικητικού συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρία επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920 ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις γ. Έχει συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920 δ. Έχει διοριστεί σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920.
2. Τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορούν να υποβάλλουν, ο καθένας ή από κοινού, αναφορές και ξεχωριστές εκθέσεις από αυτές του διοικητικού συμβουλίου προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρίας, εφόσον κρίνουν τούτο αναγκαίο.
3. Η εταιρία, μέσα σε είκοσι ημέρες από τη συγκρότηση σε σώμα του Δ.Σ. υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της γενικής συνέλευσης που εξέλεξε τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, προκειμένου να ελεγχθεί η τήρηση των διατάξεων του νόμου αυτού. Στο πρακτικό της γενικής συνέλευσης καθορίζεται η ιδιότητα του κάθε μέλους του διοικητικού συμβουλίου ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μη εκτελεστικού.

#### Άρθρο 5

##### Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών

Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτόν. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

Β. Εσωτερικός κανονισμός και εσωτερικός έλεγχος

Άρθρο 6

Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας

1. Προκειμένου μία εταιρία να εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας.
2. Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει: α. Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Πρέπει να προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων.  
β. Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.  
γ. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσής τους.  
δ. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρεία, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση σε κινητές αξίες της εταιρείας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920, εφόσον αυτές είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρία.  
ε. Τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.  
στ. Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιριών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρίας.

Άρθρο 7

Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου

1. Η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης.
2. Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.
3. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Δεν μπορούν να ορισθούν ως εσωτερικοί ελεγκτές μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στα

πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτήν.

4. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου, τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στους εσωτερικούς ελεγκτές και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο τους. Η διοίκηση της εταιρίας οφείλει να παρέχει στους εσωτερικούς ελεγκτές όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση του έργου τους.

#### Άρθρο 8

##### Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

α. Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιριών και της χρηματιστηριακής.

β. Αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του.

γ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.

δ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν, μετά από έγκριση του Δ.Σ. της εταιρίας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από Εποπτικές Αρχές, συνεργάζονται με αυτές και διευκολύνουν με κάθε δυνατό τρόπο το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκούν.

#### Άρθρο 9

##### Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

##### Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων

1. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας με καταβολή μετρητών, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας υποβάλλει στη γενική της συνέλευση έκθεση, στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του, καθώς και απολογισμός της χρήσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την προηγούμενη αύξηση, εφόσον έχει παρέλθει από την αύξηση αυτή χρόνος μικρότερος των τριών ετών. Στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης περιλαμβάνονται τα παραπάνω στοιχεία, καθώς και το πλήρες περιεχόμενο της έκθεσης.

2. Εάν η απόφαση για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο κατ' εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 13 παρ.1 του Κ. Ν. 2190/1920, όλα τα στοιχεία της προηγούμενης παραγράφου θα πρέπει να αναφέρονται στο πρακτικό του διοικητικού συμβουλίου.

3. Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 του παρόντος άρθρου, μπορούν να αποφασιστούν από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας με πλειοψηφία των 3/4 των μελών του και έγκριση της γενικής συνέλευσης που συγκαλείται για το σκοπό αυτόν. Η ρύθμιση αυτή δεν αφορά αποκλίσεις που συντελέστηκαν προ της ισχύος της. Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Ανάπτυξης, χωρίς να αίρονται άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης που προκύπτουν από την ισχύουσα νομοθεσία.

#### Άρθρο 10

##### Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος

Σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τα άρθρα 3 έως 8 και 11 του παρόντος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον διαπιστώσει τούτο, επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην παράγραφο 4β του άρθρου 1 του Ν. 2836/2000, όπως ισχύει. Το κύρος των αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου δεν θίγεται αν η σύνθεσή του δεν είναι σύμφωνη με τις επιταγές του άρθρου 3 παρ. 2, καθώς και του άρθρου 4 παρ. 1 του παρόντος.

#### Άρθρο 11

##### Μεταβατικές διατάξεις

Εταιρίες που έχουν ήδη εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 του παρόντος το αργότερο μέσα σε έξι μήνες από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου. Εταιρίες των οποίων οι αιτήσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εκκρεμούν κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος, υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 του παρόντος μέσα σε τρεις μήνες από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ξένη Βιβλιογραφία**

1. Bhagat, S., θαη Bolton, B., “*Corporate Governance and Firm Performance. Journal of Corporate Finance*”, 14, pp. 257- 273, 2008.
2. Brown, L., Caylor, M., “*Corporate Governance and Firm Evaluation. Journal of Accounting and Public Policy*”, 25(4), pp. 409- 434, 2006.
3. Enrique L. – Volpin P., “*Corporate Governance Reforms in Continental Europe*”, Journal of Economics Perspectives, Vol. 21, No1, pp. 117-140, Winter 2007.
4. Garber N., “*Governance Models: What’s Right for your Board*”, 1997 (Ημερομηνία πρόσβασης 16/06/2012 στη διεύθυνση: <http://garberconsulting.com/governance%20models%20what%27s%20right.htm>)
5. Goergen, M., *Corporate Governance and Financial Performance: a study of German and UK Initial Public Offerings*. UK, Elgar Edward Publishing, 1999.
6. Kirchmaier T. – Grant J., “*Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*”, CEP Discussion Paper No0631, July 2005.
7. Laing, D., θαη Weir, C. (1999) Governance structures, size and Corpoaryte Performance in UK firms. Management Desicions, 37, pp. 457- 464
8. Maher, M. and Andersson, T., “*Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*”, paper presented at the Tilburg university Conference on: *Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Eindhoven, The Netherlands, November 4-5, 1999.

9. McConnell, J. and Servaes, H. (1990), “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-613.
10. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1988), “*Management ownership and market valuation: an empirical analysis*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-316.
11. Stanwick, P., θαη Stanwick, S., “*The relationship between Corporate Governance and Financial Performance*”, *The Journal Corporate Citizenship*, 2002.

### Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Μέκος Κ., *Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Όψεις του Προβλήματος και πιθανές απαντήσεις*, Αθήνα, Σταμούλη, 2003.
2. Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ., Σπανός Λ. – Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής (ΚΕΜΕΧ) Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, *ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003
3. Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα (1999), «*Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνισμού Μετασχηματισμού της*», Αθήνα.
4. Καπετανικόλα Δέσποινα Χρυσοβαλάντου, *Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομικά Σκάνδαλα*, 2009, pp: 6
5. Τσόχα Μαρία, *Εταιρική Διακυβέρνηση και Χρηματοοικονομική επίδοση*, 2009, pp: 13
6. Μπουντούκου Κωνσταντίνος, *Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης και η εφαρμογή τους στις Εισηγμένες Ελληνικές Επιχειρήσεις*, 2011 pp:7-9

7. Μανιά Μαριάνθη, *Εταιρική Διακυβέρνηση και Ελληνική Πραγματικότητα*, 2011, pp: 46-48
8. Βεργετάκη Στυλιανή, Η σχέση ιδιοκτησιακής δομής και εταιρικής αποδοτικότητας στην Ελλάδα, Μάιος 2011, pp: 5

### **Αρθρογραφία**

1. Friedman Milton, 1970 “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”, The New York Times Magazine, September 13, 1970
2. Κουφόπουλος Ν. Δημήτριος, 2011, *On the Crossroad of 21st Century's Challenges*, The edge corporate affairs pp: 52-54
3. ΣΕΒ, 2011, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες*, pp:
4. Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης, Τεύχος 2, Ιούνιος 2008

### **ΆΛΛΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

1. Pitiyasak, S. Corporate Governance in Family Controlled Companies: A Comparative Study between Hong Kong and Thailand, [www.thailandforum.com](http://www.thailandforum.com).
2. Schmid, M., Zimmerman, H., “*Should chairman and CEO be separated? leadership structure and firm perform Switzerland*”, Working paper, from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfmabstract\\_id=696381](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfmabstract_id=696381).

3. <http://www.epistimonikomarketing.gr/idioktisiaki-domi-epiheiriseon-kai-prostasia-ton-ependuton>